

UNIVERSIDAD CATÓLICA DE SANTA MARÍA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS ADMINISTRATIVAS
ESCUELA PROFESIONAL DE INGENIERÍA COMERCIAL



**Análisis financiero de cinco empresas representativas del Mercado Alternativo
de Valores 2011-2015**

Tesis Presentada por la Bachiller:

Marina Raisa Barrios Málaga
Arleny Diana Cano Vizcarra

para optar el Título Profesional de Ingeniera Comercial.

Asesor: Ing. Víctor Hugo Wong Calderón

AREQUIPA-PERÚ

2017

Dedicatoria

A Dios quien me dio fe y fortaleza; a toda mi familia mis padres y hermana por su apoyo y confianza; a Jorge por su amor y apoyo, mis triunfos son los tuyos y a mis hijos Mathías y Ginella por ser los regalos que Dios me mando cuando más lo necesitaba y ser motivo para querer ser cada vez mejor.

Raisa Barrios Málaga

Este trabajo está dedicado a Dios, y a todas las personas que hicieron posible que pudiéramos terminarlo. A mi familia, a mi padre porque me gustaría que este orgulloso de lo que logré y en especial a mi madre, porque gracias a ella estoy donde estoy debido a su esfuerzo y dedicación al cuidarnos.

Arleny Cano Vizcarra

Índice de Tablas	vii
Índice de Figuras.....	viii
Introducción	x
Resumen.....	x
Capítulo 1: Mercado Alternativo De Valores.....	17
Terminología o marco conceptual	17
Origen del mercado alternativo de valores	17
Marco legal del Mercado Alternativo de Valores	23
Objeto de creación del MAV	25
<i>Consideraciones generales.....</i>	<i>26</i>
<i>Oferta pública primaria de valores</i>	<i>27</i>
<i>Instrumentos de corto plazo</i>	<i>27</i>
Procedimientos para emisión en MAV	28
<i>Preparación interna de la empresa.....</i>	<i>28</i>
<i>Preparación de la emisión.....</i>	<i>29</i>
<i>Inscripción y colocación de oferta pública primaria</i>	<i>30</i>
<i>Mantenimiento de Oferta Pública Primaria.....</i>	<i>30</i>
Costos y contribuciones para la emisión	31
<i>Costos fijos de entrada</i>	<i>33</i>
MAV vs Mercado General.....	34
Ventajas del financiamiento a través del MAV	36
<i>Acceder a mayores montos de financiamiento a menores tasas.....</i>	<i>36</i>
<i>Acceso a menos tarifas de inscripción.....</i>	<i>36</i>
<i>Profesionalización de la administración</i>	<i>37</i>
<i>Incremento del valor y prestigio de las empresas.....</i>	<i>37</i>
<i>Menores requerimientos y obligaciones de información.....</i>	<i>38</i>
Capítulo 2 Empresas emisoras.....	39
Condiciones de empresas emisoras.....	39
Agrícola y ganadera Chavín de Huántar	40
<i>Descripción de emisiones de Chavín de Huantar</i>	<i>41</i>

<i>Garantías</i>	42
<i>Demanda de los Instrumentos de Corto Plazo de Chavín de Huántar</i>	44
<i>Rentabilidad riesgo de los ICP de Chavín de Huántar</i>	44
<i>Financiamiento en MAV vs financiamiento bancario</i>	45
A. Jaime Rojas Representaciones	46
<i>Descripción de emisiones A. Jaime Rojas Representaciones</i>	46
<i>Garantía</i>	47
<i>Demanda de los Instrumentos de Corto Plazo de Jaime Rojas</i>	47
<i>Rentabilidad riesgo de los ICP de Jaime Rojas</i>	48
<i>Financiamiento en MAV vs financiamiento bancario</i>	48
Triton Trading antes Triton Rental	49
<i>Descripción de emisiones de Tritón Trading</i>	50
<i>Garantía</i>	51
<i>Demanda de los Instrumentos de Corto Plazo de Triton Trading</i>	51
<i>Rentabilidad riesgo de los ICP de Triton Trading</i>	51
<i>Financiamiento en MAV vs financiamiento bancario</i>	52
Medrock Corporation	52
<i>Descripción de emisiones de Medrock Corporation</i>	53
<i>Garantías</i>	54
<i>Demanda de los Instrumentos de Corto Plazo de Medrock</i>	54
<i>Rentabilidad riesgo de los ICP de Medrock</i>	55
<i>Financiamiento en MAV vs financiamiento bancario</i>	55
Edpyme Inversiones La Cruz	57
<i>Descripción de la emisión</i>	57
<i>Rentabilidad riesgo de los ICP de Inversiones La Cruz</i>	58
<i>Financiamiento en MAV vs financiamiento bancario</i>	58
Capítulo 3: Marco conceptual para Análisis financiero	60
Definición del análisis financiero.	60
Método para ahondar en la situación financiera de una empresa	61
<i>Cambios en pesos y en porcentajes</i>	62
<i>Porcentajes de tendencias</i>	62

<i>Porcentajes componentes</i>	62
<i>Razones</i>	62
<i>Análisis a partir de razones</i>	63
<i>Análisis de una muestra representativa</i>	63
<i>Análisis de series temporales</i>	63
<i>Análisis combinado</i>	63
<i>Consideraciones al analizar razones financiera</i>	64
<i>Clasificación de las razones financieras</i>	65
ROA como medida de generación de utilidad en una empresa.	69
<i>Interpretación del ROA</i>	69
Método de Análisis mediante el Sistema Dupont	70
<i>Limitaciones del análisis Dupont:</i>	73
<i>Objetivos del Modelo Dupont</i>	73
WACC y su determinación a través del modelo CAPM	73
<i>Metodologías para determinar el Costo de Capital (COC)</i>	74
<i>Método del retorno esperado mediante el beta sectorial</i>	76
Capítulo 3: Análisis financiero	78
Agrícola y ganadera Chavín de Huántar	78
<i>Liquidez</i>	78
<i>Solvencia</i>	79
<i>Análisis sistema Dupont</i>	80
<i>Análisis de WACC</i>	82
A Jaime Rojas Representaciones	84
<i>Liquidez</i>	84
<i>Solvencia</i>	85
<i>Análisis Sistema Dupont</i>	86
<i>Análisis sistema Dupont</i>	88
<i>Análisis de WACC</i>	89
Triton Trading	90
<i>Liquidez</i>	90
<i>Solvencia</i>	91

<i>Análisis sistema Dupont</i>	92
Medrock Corporation	96
<i>Liquidez</i>	96
<i>Solvencia</i>	97
<i>Análisis sistema Dupont</i>	98
<i>Análisis del WACC</i>	100
Epyme Inversiones La Cruz	101
<i>Liquidez</i>	101
<i>Solvencia</i>	102
<i>Análisis Sistema Dupont</i>	103
<i>Análisis del WACC</i>	105
Conclusiones	107
Bibliografía	114
Anexo 1	118
Anexo 2	119
Anexo 3	120
Anexo 4	121
Anexo 5	122
Anexo 6	124
Anexo 7	125
Anexo 8	127
Anexo 9	128
Anexo 10	130
Anexo 11	131
Anexo 12	133
Anexo 13	134
Anexo 14	135

Índice de Tablas

Tabla N° 1: Tarifario de la BVL	32
Tabla N° 2: Tarifario de CAVALI para emisiones	33
Tabla N° 3: Costos Aproximados de Preparación de Emisión	33
Tabla N° 4: Requisitos Legales del Régimen General Vs el MAV	35
Tabla N° 5: Comparación de Comisiones y Tarifas Régimen General Vs MAV	36
Tabla N° 6: Rango de Clasificación de Pymes	39
Tabla N° 7: Ventas anualizadas de las 5 empresas	40
Tabla N° 8: Series - Chavín de Huantar.....	42
Tabla N° 9: Series Jaime Rojas Representaciones.....	47
Tabla N° 10: Series Tritón Trading.....	50
Tabla N° 11: Series Medrock Corporation	54
Tabla N° 12: Series EDPYME Inversiones La Cruz	58
Tabla N° 13: Datos generales para cálculo del WACC.....	81
Tabla N° 14: Wacc para Chavin de Huantar.....	83
Tabla N° 15: Desarrollo del WACC 2013-2015.....	89
Tabla N° 16: Desarrollo del WACC Triton Trading 2012-2015	95
Tabla N° 17: Cálculo del WACC Medrock 2012-2015	100
Tabla N° 18: Cálculo del WACC 2013-2015	105

Índice de Figuras

Figura N° 1: TCEAS en el sistema financiero directo vs. MAV-Chavin de Huántar	45
Figura N° 2: TCEAS en el sistema financiero directo vs. MAV-Jaime Rojas	49
Figura N° 3: TCEAS en el sistema financiero directo vs. MAV-Triton Trading	52
Figura N° 4: TCEAS en el sistema financiero directo vs. MAV -Medrock	56
Figura N° 5: TCEAS en el sistema financiero directo vs. MAV- Inversiones La Cruz	59
Figura N° 6: Liquidez Chavín de Huantar 2009-2015.....	78
Figura N° 7: Solvencia Chavín de Huantar 2009-2015	79
Figura N° 8: Análisis Dupont Chavín de Huantar 2011-2015	80
Figura N° 9: Evolución del WACC Chavin de Huantar 2011-2015.....	83
Figura N° 10: Liquidez Jaime Rojas 2009-2015	85
Figura N° 11: Solvencia Jaime Rojas 2009-2015	86
Figura N° 12: Análisis Dupont Jaime Rojas 2013-2015	88
Figura N° 13: Evolución de WACC vs costo de deuda.....	90
Figura N° 14: Liquidez Triton Trading 2009-2015	91
Figura N° 15: Solvencia Triton Trading 2010-2015.....	92
Figura N° 16: Análisis Dupont Triton Trading 2012-2015	94
Figura N° 17: Evolución WAC vs costo de deuda Triton	96
Figura N° 18: Liquidez Medrock 2009-2015	97
Figura N° 19: Solvencia Medrock 2009-2015.....	97
Figura N° 20: Análisis Dupont Medrock 2012-2015	99
Figura N° 21: WACC vs costo de deuda 2012-2015.....	101
Figura N° 22: Liquidez Inversiones La Cruz 2012-2015	102

Figura N° 23: Solvencia Inversiones La Cruz 2012-2015	103
Figura N° 24: Análisis Dupont Inversiones la Cruz 2012-2015	104
Figura N° 25: WACC vs costo de la deuda Inversiones La Cruz 2013-2015	106



Resumen

El objetivo de esta investigación es esencialmente resaltar las principales características del Mercado Alternativo de Valores (MAV) como una fuente de financiamiento más rentable a largo plazo para las pequeñas y medianas empresas del mercado peruano, para dar un incentivo a que empresas potenciales se decidan por este tipo de financiamiento.

Esto con un análisis del desenvolvimiento de estas empresas durante los primeros 5 años desde la apertura del MAV haciendo uso del análisis financiero, distinguiendo si los beneficios de ingresar al Mercado Alternativo de Valores superan en sí los costos a los cuales estas empresas se ven sometidas utilizando ratios financieros y haciendo un desglosamiento del análisis Dupont de cada empresa para mostrar a estas empresas como una buena referencia que impulse el ingreso de más empresas.

Finalmente brindamos algunas recomendaciones que tengan como finalidad la atracción de nuevos inversionistas y dar mejores condiciones de este segmento.

Palabras Clave: Mercado Alternativo de Valores, costos, análisis financiero, beneficios análisis Dupont.

Abstract

The objective of this research is essentially to highlight the main features of the Alternative Stock Market (ASM) as a source of cost-effective long-term financing for small and medium-sized enterprises in the Peruvian market, to give an incentive to potential companies to decide on this type of financing

Then to examine the development of these enterprises during the first five years since the opening of the ASM making use of financial analysis, distinguishing whether the benefits of entering the alternative stock market outweigh itself costs to which these companies are subject to using financial ratios and making a disaggregation of the Dupont's Analysis of each company to show these companies as a good example to boost the entrance of new companies.

Finally we give some recommendations that have the purpose to attract new investors and give better conditions for this segment.

Key words: Alternative Stock Market, cost, financial analysis, benefits, Dupont's analysis

Introducción

A finales de junio del 2012, con la publicación del Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, la Superintendencia de Mercado de Valores conjuntamente con la Bolsa de Valores de Lima crearon el Mercado Alternativo de Valores (MAV), segmento que persigue promover el acceso al mercado público de valores a empresas no corporativas, al reducir costos, tiempos de emisión y flexibilizar los requisitos de inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV). Adicionalmente, esta alternativa de financiamiento ofrece una simplificación de la documentación requerida para emitir valores -al crear manuales y formatos estructurados- contribuyendo así con una mayor inclusión financiera y manteniendo a su vez un estándar adecuado de protección a los inversionistas.

El financiamiento de las empresas a las que se dirige el MAV (empresas medianas y pequeñas) se ha venido dando a través de la banca tradicional, la cual tiene un costo mayor que el financiamiento en un mercado directo, debido al spread que aplican las instituciones financieras para cubrir el riesgo al que están expuestas, adicionalmente se aplican otros gastos y comisiones a las que está sujeta el empresario, con lo que la tasa de costo efectivo anual que deben pagar estas empresas se eleva considerablemente, dependiendo del banco o financiera en donde realizará su financiamiento. En el caso de las empresas que deseen financiarse mediante el Mercado Alternativo de Valores, estas deben tener en cuenta los costos de acceso a este mercado los cuales son costos de inscripción, de colocación y estructuración, y de clasificación de riesgo y que según la Superintendencia de Mercado de Valores ascienden aproximadamente entre USD 31,000 - 40,000, si bien este monto es alto, las empresas deben considerar que este es un monto fijo que se irá diluyendo en el tiempo durante todas las emisiones que la empresa realice.

Adicionalmente, según Alberto Arispe (2014)¹, Gerente General de Kallpa Securities SAB, se debe tener en cuenta otros beneficios que proporciona el financiamiento a través de este segmento del mercado de valores; que debido a los requisitos de entrada se resumen en la generación de un cambio en la empresa hacia una mayor transparencia.

Es claro que los objetivos de esta nueva alternativa son:

- En primer lugar promover un mayor acceso de nuevos emisores al mercado de valores para aquellas medianas o pequeñas empresas a las que no les es factible y/o no cumplen con los requisitos para financiarse a través del régimen general- teniendo en cuenta que según INEI el 99.6% del empresariado peruano son medianas y pequeñas empresas- brindándoles una opción que les permita ampliar sus fuentes de financiamiento en condiciones competitivas y flexibles.
- Y en segundo lugar, que los inversionistas cuenten con una nueva alternativa para destinar sus recursos que vaya de acuerdo a sus perfiles de riesgo. Todo esto con la meta a largo plazo de favorecer la profundización y desarrollo de este mercado de valores peruano Pero ¿las metas trazadas por la Superintendencia de Mercado de Valores y la Bolsa de Valores de Lima luego de cuatro años de inicio del MAV se están cumpliendo?

Para que este mercado pueda tener éxito tenemos que saber cuál ha sido el desenvolvimiento de las primeras empresas emisoras de tal manera que sirvan como ejemplo para el resto del empresariado.

¹ Arispe, Alberto (2014). "Alcances y desarrollos del Mercado Alternativo de Valores". *CAPITALES*. Año 7. Número 70.P.2

Primeramente, según las características del MAV, ¿Qué empresas son las que pueden financiarse en este mercado? El Instituto de Economía y Desarrollo Empresarial (IEDE) de la Cámara de Comercio de Lima en un estudio (Peñarada, 2014)² mencionó que existen alrededor de 800 empresas que tiene los requisitos para entrar en este mercado, sin embargo hasta el 2016 solo han inscrito valores a través de este mercado diez empresas; siendo estas:

- Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar dedicada a exportación de productos agrícolas (SMV 2012),
- Jaime Rojas Representaciones, proveedor de equipamiento integral médico
- Triton Trading, dedicada al alquiler, venta y servicios técnicos y repuestos de maquinarias y equipos portuarios.
- Medrock Corporation, que cuenta con una amplia línea de productos y servicios de fabricación de medicamentos.
- Inversiones La Cruz, empresa especializada en créditos prendarios y micro préstamos para pequeñas y medianas empresas.
- Tekton Corp SAC, es un grupo de inversionistas privados de capitales peruanos con años de experiencia desarrollando proyectos inmobiliarios, de infraestructura, energía, finanzas y trading.
- Electroavía, es un grupo empresarial que brinda servicios de representación, comercialización, distribución y marketing estratégico con amplia cobertura en Lima y provincias.

² Peñarada, Cesar (2014) "Es Necesaria una Mayor Promoción del Mercado Alternativo de Valores" En: LA CAMARA MAV: Alternativa para crecer. Año3 n°609. P.5

- Ciudaris, es una promotora inmobiliaria con experiencia en el mercado inmobiliario.
- Globokas Perú SA, subsidiaria de GTV GlobokasNet LLC, es una red de agentes corresponsales que opera con diversas entidades financieras del Perú.
- BPO Consulting SAC (antes Dynamicall), es una empresa que brinda los servicios de atención al cliente y ventas de empresas dedicadas a la comunicación a larga distancia.

Estas empresas pertenecientes a diversos sectores económicos del país, y cuyos ingresos anuales al 2015 se encontraban aproximadamente entre los S/. 30 millones y los S/. 100 millones de soles han realizado varias emisiones de instrumentos de corto plazo en el mercado público primario con una demanda que superó en promedio más de dos veces la oferta, evidenciando el interés del mercado por este tipo de instrumentos

Con estos indicios, nace la interrogante de por qué después de más de cuatro años de la apertura de este segmento del mercado de valores, los emisores sean tan sólo el 1.25%- 10 de las 800 empresas potenciales-del total de empresas que pueden listar valores en el MAV.

Por lo tanto, el presente estudio indaga el desenvolvimiento de las cinco primeras empresas que han listado valores; primeramente reconociendo cuáles son los beneficios del MAV frente al segmento general, analizando los requisitos de entrada al mercado directo así como las responsabilidades y beneficios que conlleva este financiamiento. Seguidamente se analizó cada una de las emisiones que han tenido estas cinco empresas, tomando en cuenta su monto ofertado, demanda y la tasa de interés a la cual han sido colocadas.

Luego, reconocemos el efecto que este financiamiento ha tenido en la situación financiera de estas empresas, a través de un análisis Dupont en el que investigamos las variaciones de la rentabilidad financiera y operativa de las empresas, ahondando en las causas que conllevaron a estas variaciones; además se analiza la liquidez y solvencia de cada empresa para reconocer la situación de corto y largo plazo de la capacidad de pago de cada una de ellas. Esto ayudará a entender la posición financiera de la empresa antes y después de su decisión de ingreso al MAV.

Por otro lado, se ahondó en las consecuencias que este nuevo financiamiento ha tenido en el costo promedio de capital de las empresas, el cual se ha hallado a través del método CAPM, se realiza el cálculo del costo de capital y del costo de deuda de cada una de las empresas; lo cual es de interés para las mismas ya que influye para que la valoración de proyectos de cada una de ellas sea mayor.

Mediante este estudio determinamos de qué manera este financiamiento ha impactado en la estructura de estas empresas reconociendo y analizando el antes y después de la situación económica y financiera de estas empresas, ya que estas son esenciales en el desarrollo que tendrá el MAV, debido a que son un ejemplo real de los beneficios de un financiamiento en el mercado de valores; y si estas primeras empresas muestran estos beneficios a los potenciales emisores, el crecimiento del MAV será mayor.

Finalmente, el estudio con las respuestas a las interrogantes anteriores analiza si el Mercado Alternativo de Valores ha sido y es una buena alternativa de financiamiento para estas empresas y para otras empresas no corporativas que están planeando emitir valores en el MAV, y brindar algunas recomendaciones que pueda implementar MAV para que se pueda atraer a una cantidad significativa de empresas a esta nueva alternativa de financiamiento.

Capítulo 1: Mercado Alternativo De Valores

Este capítulo contiene información que nos ayudará a examinar el Mercado Alternativo de Valores (MAV) como una posible fuente de financiamiento para las empresas no corporativas del Perú. Considerando los diferentes aspectos que intervienen en este mercado como: los aspectos legales, los procedimientos de inscripción, el tarifario, los costos de financiación, etc.

Terminología o marco conceptual

A fines de una mejor comprensión del capítulo, se definen los siguientes términos:

Agente Estructurador: Es aquel que crea la emisión y realiza los trámites respectivos para su inscripción. Normalmente dicha labor es realizada por bancos de inversión, sociedades agentes de bolsa, entidades consultoras, etc.³

Agente Colocador: Es aquel que anuncia y vende los instrumentos en el mercado, pueden existir varios agentes colocadores en función de la magnitud y alcance de la misma.⁵

Bolsa de Valores: La Bolsa de Valores es el lugar donde se encuentran los demandantes y ofertantes de valores, a través de sus Sociedades Agentes de Bolsa. En el Perú existe una sola bolsa de valores, la Bolsa de Valores de Lima – BVL⁴

CAVALI: La Institución de Compensación y Liquidación de Valores (ICLV) es la entidad responsable que las operaciones realizadas en Bolsa concluyan satisfactoriamente, a través de la entrega del efectivo a los vendedores y de los valores a los compradores. En el Perú esta institución se denomina CAVALI - I.C.L.V. S.A⁵

³(s.a.) Conceptos Básicos del Mercado de Valores Ob. En: <https://mef.gob.pe/es/portal-de-transparencia-economica/297-preguntas-frecuentes/2186-capitulo-i-conceptos-basicos-sobre-el-mercado-de-valores>

⁴ Glosario de Términos Ob. En: http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html

Estructuración: Es un proceso mediante el cual se implementa una oferta de valores, sea pública o privada. Dichos valores pueden ser considerados como Deuda (papeles comerciales o bonos) o como Capital (emisiones de acciones).⁵

Prospecto de Colocación: Documento elaborado por la empresa emisora y su agente colocador como requisito para realizar una oferta pública de instrumentos financieros.⁵

RPMV: Registro público del Mercado de Valores⁵

SAB: Una Sociedad Agente de Bolsa (SAB) es la única intermediaria del mercado bursátil autorizada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) encargada de realizar las operaciones de compra y venta que los inversionistas les solicitan; a cambio cobran una comisión, que es determinada libremente por cada una de ellas en el mercado.⁵

Las SAB's también pueden prestar otros servicios, como resguardar los valores (custodia), administrar cartera (diversos tipos de valores), así como brindar asesoría, mostrando a los inversionistas las diferentes alternativas que brinda el mercado de valores y posibilitando así la elección de la mejor opción de inversión.⁷

SMV: Es una institución pública del sector economía cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por la transparencia, la correcta formación de precios y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para la adopción de las decisiones financieras relativas a los valores y la igualdad de trato a todos ellos. Asimismo, se

⁵ Glosario de Términos Ob. En: http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html

encarga de dictar las normas que regulan el mercado de valores, así como de supervisar y controlar las diferentes instituciones que participan en dicho mercado. (SMV s.f.)⁶

Valores: Títulos, certificados o documentos emitidos por una empresa que otorgan derechos a sus poseedores, y que son libremente transferibles. Pueden ser acciones, bonos, letras hipotecarias, instrumentos de corto plazo, etc.⁶

El buen gobierno corporativo (BGC): El Gobierno Corporativo es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa.⁷

El Gobierno Corporativo también provee la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como hacer seguimiento a su desempeño⁷

Bonos: Son valores representativos de deuda y conocidos como instrumentos de renta fija. Se trata de títulos que pagan intereses periódicos, los cuales son llamados cupones; estos títulos son emitidos con vencimientos mayores a un año⁸

Acciones: Son instrumentos de captación de fondos mediante los cuales el que aporta el dinero pasa a ser socio a cambio de sus aportes, además de adquirir derechos de naturaleza

⁶ Finalidad de Funciones de la SMV Ob. En:

http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=BB59C7F473A6A3A7364E3D611A6E59708F2EC053FD3AD4533881D5B48E6C9458CAFA3A

⁷ Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas Ob. En:

http://www.bvl.com.pe/descarga/principios_buen_gobierno.pdf

⁸ Glosario de Términos Ob. En: http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html

económica y política. Se les conoce como valores de renta variable porque su rentabilidad está sujeta a los resultados económicos de la empresa.⁹

Instrumentos de corto plazo: Son valores representativos de deuda emitidos a plazos menores de un año; estos instrumentos pueden emitirse a través de títulos o anotaciones en cuenta.¹¹

Solo se pueden usar como instrumentos de corto plazo los papeles comerciales que se contemplan en la Ley de Títulos Valores. Para la emisión de estos instrumentos, los bancos y las demás instituciones financieras están sujetos a la Ley General del Sistema Financiero.¹¹

Los inversionistas institucionales: Según la Ley de Mercado de Valores son: “Los bancos, financieras y compañías de seguros regidos por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, los agentes de intermediación, las administradoras privadas de fondos de pensiones, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de fondos mutuos, así como las entidades del exterior que desarrollen actividades similares y las demás personas a las que SMV califique como tales”¹⁰

a) Fondos de pensiones: El fondo de pensiones es un conjunto de activos comunes destinado a generar un crecimiento estable a largo plazo y proporcionar pensiones a los empleados cuando estos llegan al final de sus años de trabajo e inician su jubilación.¹²

Los fondos de pensiones son administrados normalmente por algún tipo de intermediario financiero para la empresa y sus empleados. Es el mayor inversionista institucional

b) Fondos mutuos: Es un fideicomiso que reúne el dinero de inversores que tienen el mismo objetivo financiero, con el fin de invertirlo en instrumentos del mercado de capitales. Para

⁹ Glosario de Términos Ob. En: http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html

¹⁰ Texto Único Ordenado (TUO) de la Ley del Mercado de Valores Decreto Supremo N° 0093-2002 Ob. En: https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DS_0093200200000&CTEXTO=

¹¹ Glosario de Términos Ob. En: http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html

los integrantes del fondo constituyen una oportunidad de invertir, a un costo relativamente bajo, en una cartera diversificada gestionada por profesionales¹¹

c) Fondos de inversión: Es un patrimonio autónomo que se logra con los aportes de personas naturales y jurídicas. Están destinados a ser invertido en diferentes instrumentos. La estructuración y administración la realiza una SAFI por cuenta de los participantes del fondo. Es la SMV la que norma y supervisa las SAFI; los límites a estas, sin embargo, solo se establecen en sus propios reglamentos.¹³

Inscripción/Exclusión: Referida a la inscripción o exclusión de un valor en el registro contable en la correspondiente institución de compensación y liquidación de valores.¹²

Manual: Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Instrumentos de Corto Plazo emitidos por Empresas en el MAV.¹³

MCN: Mecanismo Centralizado de Negociación son aquellos agentes que reúnen a compradores y vendedores con la finalidad de interconectarlos para negociar valores¹⁴

Mercado de Valores: El mercado de valores es un mecanismo en el que concurren los ciudadanos y empresas para invertir en valores que le produzcan eventualmente una ganancia o para captar recursos financieros de aquellos que lo tienen disponible. A quienes concurren a captar recursos se les denomina emisores y a quienes cuentan con recursos disponibles para financiar se les denomina inversores.¹⁶

¹¹ Texto Único Ordenado (TUO) de la Ley del Mercado de Valores Decreto Supremo N° 0093-2002 Ob. En: https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DS_0093200200000&CTEXTO=

¹² Glosario de Términos Ob. En: http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html

¹³ Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Instrumentos de Corto Plazo Emitidos por Empresas en el Mercado Alternativo Valores—MAV Ob. En: <http://www.smv.gob.pe/sil/M0025201200025001.pdf>

¹⁴ Glosario de Términos Ob. En: http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html

Oferta Pública: Invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.¹⁵

Precio Bajo la Par: Cuando el precio de emisión de los títulos, acciones, obligaciones, bonos o títulos de la Deuda Pública, es inferior a su valor nominal ¹⁷

Papeles Comerciales: Títulos valores que son emitidos y colocados en los mercados financieros por las empresas, para atender sus requerimientos de financiamiento de corto plazo.

Los plazos son menores a un año. El caso más usual es la emisión de papeles comerciales a descuento. ¹⁷

TCEA: Tasa de Costo Efectivo anual. Costo total en que se incurre al recibir financiamiento de cualquier institución financiera ¹⁷

Rueda de Bolsa: Mecanismo centralizado de negociación en el que las sociedades agentes de bolsa realizan transacciones con los valores inscritos en el registro de la ICLV¹⁶

Origen del mercado alternativo de valores

A finales de junio del 2012, con la publicación del Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, la Superintendencia de Mercado de Valores conjuntamente con la Bolsa de Valores de Lima crearon el Mercado Alternativo de Valores (MAV), segmento que flexibiliza los requisitos, obligaciones y requerimientos de información a los que están obligadas las empresas del régimen

¹⁵ (s.a.) Conceptos Básicos del Mercado de Valores Ob. En: [https://mef.gob.pe/es/portal-de-transparencia-economica/297-preguntas-frecuentes/2186-capitulo-i-conceptos-basicos-sobre-el-mercado-de-valores-](https://mef.gob.pe/es/portal-de-transparencia-economica/297-preguntas-frecuentes/2186-capitulo-i-conceptos-basicos-sobre-el-mercado-de-valores)

¹⁶ Texto Único Ordenado (TUO) de la Ley del Mercado de Valores Decreto Supremo N° 0093-2002 Ob. En: https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DS_0093200200000&CTEXTO=

general con el propósito de promover el acceso al financiamiento directo a empresas no corporativas.

El modelo base del MAV es el Alternative Investment Market (AIM), submercado de la Bolsa de Londres que fue inaugurado en 1995 el cual permite acceder a empresas en crecimiento-empresas en etapas de iniciación, de capital de riesgo, entre otras- que busquen acceso a capital para crecimiento-el cual es un submercado sólido que tiene listadas a 3 600 empresas de todo el mundo. Si bien el MAV tiene el mismo propósito que el AIM- desarrollar un mercado de financiamiento atractivo para empresas en crecimiento- este se debe ir de acuerdo con un marco regulatorio y legal que se adecue a la situación del empresariado peruano.

Marco legal del Mercado Alternativo de Valores

El marco regulatorio del MAV se encuentra definido en la Resolución de la SMV N° 00025-2012-SMV/01 además de la Ley de Mercado de Valores D.L. N° 861. Esta resolución define al Mercado Alternativo de Valores (MAV) como un segmento del mercado de valores creado para la realización de ofertas públicas primarias y secundarias de acciones representativas de capital social y valores representativos de deuda emitidos por empresas que cumplan las condiciones propuestas en el reglamento de Mercado Alternativo

El MAV es un segmento dentro del mercado de financiamiento directo, que ofrece mínimos requisitos y obligaciones de presentación de información en comparación del régimen general, en el cual se pueden ofertar valores representativos de capital social, instrumentos de corto plazo y bonos, en el mercado primario y secundario.

Según el Reglamento pueden participar en este mercado las empresas domiciliadas en el Perú que cumplan con lo siguiente:

- Sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios en los últimos tres ejercicios, no deben ser mayor de 350 millones de nuevos soles o su equivalente en dólares americanos- siendo aplicable el tipo de cambio al cierre del ejercicio disponible y publicado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Estos ingresos deben estar certificados según la información financiera anual disponible o declaraciones anuales de impuestos.

En caso la empresa tuviera menos de tres años de operaciones, se considera sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios durante el periodo disponible. Y si la empresa contase con menos de un año de haber iniciado operaciones, se considerarán los ingresos sólo del periodo disponible.

- No tener ni haber tenido valores inscritos en el Registro o admitidos a negociación en algún MCN administrado por las Bolsas o mercados organizados extranjeros, con excepción que la inscripción en el Registro se hubiera producido en el marco del Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales.

- No encontrarse obligada a inscribir sus valores en el Registro.

El encargado de administrar los MCN donde funcione el MAV es la Bolsa de Valores de Lima, quien establece los mecanismos de difusión que permitan identificar y diferenciar los valores del MAV, así como mecanismos de transparencia y de información de las operaciones que se realizan en dicho mercado, para cuyo fin podrán solicitar información a las empresas. Por otro lado los participantes son regulados y supervisados por la SMV.

Objeto de creación del MAV

El mercado alternativo fue creado a fines del 2012 por la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), dirigido a empresas medianas y pequeñas, donde lo que se busca es promover un mayor acceso de nuevos emisores al mercado de valores.

El objetivo del MAV es permitir a mayor cantidad de empresas ampliar sus fuentes de financiamiento, y que los inversionistas cuenten con una nueva alternativa para destinar sus recursos, de acuerdo a sus perfiles de riesgo, y con ello, favorecer la profundización y desarrollo del mercado de valores. Es por esto que el MAV exige, en comparación con el régimen general, un número menor de requisitos, así como las obligaciones correspondientes a la presentación de información.

Hasta el momento han emitido valores a través del Mercado Alternativo de Valores diez empresas y estas son:

- Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar S.A
- A. Jaime Representaciones S.A
- Tritón Trading S.A
- Medrock Corporation S.A.C
- Inversiones La Cruz
- Tekton Corp SAC
- Electrovia
- Ciudadaris oct
- Globokas Perú SA
- BPO Consulting SAC (antes Dynamicall)

Para nuestro estudio analizamos a las 5 primeras empresas que listaron valores en el Mercado Alternativo de Valores.

Consideraciones generales

Las empresas interesadas en un financiamiento directo a través de este segmento de mercado deberán considerar lo siguiente:

- Las ofertas que se realicen deberán seguir los requisitos y procedimientos expuestos en los manuales dado por la SMV.
- La colocación de los valores puede efectuarse en:
 - Rueda de Bolsa
 - Fuera de Rueda de Bolsa, a través de un intermediario autorizado o directamente por la Empresa.
- La colocación de los valores se podrán realizar con un plazo máximo de 3 años desde el momento de su inscripción.
- Por otro lado, el plazo de vigencia de la inscripción de un programa en el Registro- donde se podrá realizar una o más emisiones- es de seis años improrrogables contados a partir del día siguiente de su inscripción.
- Si han transcurrido los 3 años de plazo de vigencia de inscripción del programa el emisor deberá presentar un prospecto marco actualizado que consolide todas las variaciones efectuadas en este periodo.

Régimen de revelación y presentación de información: Además las empresas emisoras deben presentar a la SMV solamente la siguiente información:

- Información financiera individual o separada auditada anual:
- Información financiera intermedia individual o separada semestral al 30 de junio.

Esta información debe ser elaborada de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), que emita el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad o International Accounting Standards Board (IASB).

Oferta pública primaria de valores

El MAV está diseñado para la realización de ofertas públicas, que según la Ley de Mercado de Valores se define como una invitación adecuadamente difundida que tiene por objeto realizar una colocación o una transferencia de valores. Esta invitación está dirigida al público general o a un segmento de este. El criterio más importante al momento de elegir si la oferta a realizar es pública o privada es la necesidad de tutela del público al que se dirige la oferta, es decir si los inversores van a necesitar orientación e información relevante para entender las implicancias positivas o negativas de las transacciones que se propongan mediante la oferta.

Mediante oferta pública en el mercado primario, las empresas podrán emitir en el MAV acciones representativas de capital social, bonos e instrumentos de corto plazo.

Instrumentos de corto plazo

Las cinco empresas objeto de estudio, han emitido papeles comerciales a través del MAV. En la estructura legal planteada en el reglamento de mercado de valores se describe que para la oferta pública primaria de instrumentos de corto plazo se tendrá un tratamiento especial siendo lo más relevante lo siguiente:

- Al momento de la emisión no es obligatorio contar con un representante de los obligacionistas siempre que la emisora asuma el compromiso de convocar a asamblea de obligacionistas.
- Si los contratos o actos de emisión sean elaborados de acuerdo a los formatos contenidos en el reglamento no será necesario elevar a escritura pública.
- El acuerdo de emisión de obligaciones, dentro o fuera del marco de un programa de emisión de valores, puede ser efectuado por órganos distintos de la Junta General de Accionistas siempre que tengan la autorización necesaria.
- No es necesaria la constitución de un sindicato de obligacionistas.

Procedimientos para emisión en MAV

Para realizar la inscripción en el Mercado Alternativo de Valores, según BCRP (2013) se debe pasar por cuatro etapas, las cuales consta de los siguientes procedimientos y csotos que debe hacer la empresa:

Preparación interna de la empresa

El primer paso para las empresas que estén planeando ingresar al MAV es asegurarse de cumplir con las condiciones necesarias para acceder al mercado de capitales. Para esto la empresa tiene que cumplir con los siguientes requisitos:

- Tener una formalización de acuerdo a la Ley General de Sociedades y haber cumplido con sus obligaciones tributarias.
- Tener una adecuada estructura organizativa y empresarial
- Disponer de una información contable y financiera completa y de calidad
- Poseer sus estados financieros auditados.

- Cumplir con los principios de buen gobierno corporativo.
- Tener la capacidad de cumplir con los requerimientos de información de acuerdo a lo pedido según reglamento.
- Tener un plan estratégico para el crecimiento y desarrollo del negocio para el cual se busca el financiamiento.

Preparación de la emisión

Para que los emisores puedan colocar valores en el mercado de capitales deben:

- Realizar el acuerdo de emisión por la Junta General de Accionistas y/o el Directorio.
- Elección del estructurador y del agente colocador. Incluyendo asesoría legal para el estructurador.
- Definición del tipo de valor a emitir, así como de los montos, plazos y momento.
- Due Dilligence legales, contables, financieros, operativos de la empresa realizados por el estructurador.
- Elaboración del Prospecto Marco (realizado por el emisor-estructurador) y del Contrato de Emisión (realizado por el emisor y representante de obligacionistas).
- Contratación de una auditora externa, para la presentación de información financiera auditada de los 2 últimos ejercicios anuales y la última información trimestral no auditada.
- Contratación de una clasificadora de riesgo que califique el valor a emitir.
- Adquisición del certificado para el sistema MvNet. Certificado que permitirá al usuario enviar información relevante a la SMV de manera digital.

- Contar con un representante de obligacionista, el cual no es necesario para una emisión de instrumentos a corto plazo.

Inscripción y colocación de oferta pública primaria

Para esto el emisor debe realizar:

- La inscripción de la emisión o programa en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV).
- Publicación de la Resolución de la SMV inscribiendo el programa en el diario oficial El Peruano.
- Comunicación de la inscripción del valor a la BVL (negociación secundaria) y a CAVALI (desmaterialización y pagos de cupón).
- Actualización del Prospecto Marco y del Contrato de Emisión.
- Publicación del aviso de colocación de la Oferta Pública Primaria en el diario oficial El Peruano y en uno de los diarios de mayor circulación.
- Efectuar la colocación a través del agente colocador.
- Envío de los resultados de la emisión a la SMV, BVL y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Mantenimiento de Oferta Pública Primaria

Para el mantenimiento de los valore colocados se debe realizar estos pagos y actividades de forma periódica una vez realizada una emisión

- Pago de comisiones a SMV, BVL y CAVALI.
- Pago al representante de obligacionistas, si lo hubiera.

- Pago a clasificadora de riesgo contratada.
- El representante de obligacionistas debe informar sobre evolución de las condiciones de la emisión.
- Envío de documentos: estados financieros auditados anuales, memorias anuales de la empresa, hechos de importancia e informe de cumplimiento de principios de BGC.

Costos y contribuciones para la emisión

En el régimen tarifario y de contribuciones, se ha establecido un esquema con fines promocionales aplicables a la inscripción y la negociación de los valores en el marco del MAV.

Las tarifas y contribuciones que se deben pagar a la SMV, BVL y CAVALI son equivalentes al 50% de las del régimen general. Adicionalmente, por colocación primaria la BVL no cobra comisiones, tanto para renta variable como para valores representativos de deuda.

De acuerdo a esta tarifa especial, los costos a pagar a la BVL son los mostrados en la siguiente tabla:

Tabla N° 1: Tarifario de la BVL

Inscripción Emisor		
Tipo de trámite	Costo de inscripción	Observaciones
1. Renta Variable		
Inscripción	(*)Hasta 100 MM 0.0240% De 101 a 300MM 0.0225% De 301 a 500MM 0.021% De 501 MM a más: 0.020% *Retribución mínima S/.2,000 indexado al 31/12/91 mensualmente con el IPC del INEI	Aplicado sobre el capital inscrito y colocado en los registros de la BVL, en millones de soles Equivalente a S/ .11,112.45 a enero 2016
Cotización	0.001%. Retribución mínima S/.100 indexado al 31/12/91 mensualmente con el IPC del INEI	Aplicado sobre el capital inscrito en los registros de la BVL Equivalente a S/ .555.62 a enero 2016
2. Renta Fija (Instrumentos de deuda - Bonos - Instrumentos de corto plazo)		
Inscripción	0.01875%	Aplicado sobre el monto inscrito y colocado en los registros de la BVL. Se aplica descuento del 50% a las empresas emisoras de valores de Renta Variable
Cotización	0.0010% Retribución mínima S/.100 indexado al 31/12/91 con IPC del INEI	Aplicado sobre el monto inscrito y colocado en los registros de la BVL Equivalente a S/ .555.62 a enero 2016

Fuente BVL
Elaboración propia

Para la entidad de compensación y liquidación de valores- CAVALI, las contribuciones son las siguientes:

Tabla N° 2: Tarifario de CAVALI para emisiones- expresado en dólares americanos.

Inscripción del valor en el registro contable	\$85
Anotación en cuenta del valor en el registro contable	\$ 0.8
Mantenimiento del valor e información a emisores	
Renta variable	\$ 85
Instrumentos de deuda	0.001% ^{1/}

^{1/} Mínimo de \$85 y un máximo de \$255

Fuente: CAVALI

Elaboración propia

Finalmente, en cuanto a las contribuciones a la SMV un emisor pagará el 0.0035% en el caso de valores de capital social, acciones de inversión o valores representativos de deuda. Hay que tener en cuenta que de acuerdo al reglamento del MAV esta contribución es reducida en un 50% siendo la contribución de 0.00175%.

Costos fijos de entrada

Si bien los costos para la emisión han tenido una reducción importante también hay que tener en cuenta otros costos de entrada a mercado, que son producto de la estructuración, preparación interna de la empresa, clasificación de riesgo de la empresa necesaria para la emisión de instrumentos de deuda. A continuación se presenta una tabla con los costos fijos aproximados que se tendrá que asumir para la entrada a este mercado:

Tabla N° 3: Costos Aproximados de Preparación de Emisión expresados en soles

Costos de ingreso al mercado por 1ra vez	
Estructuración	S/. 64,800
Costo de Clasificación de riesgo	S/. 24,000
Due Dilligence Legal	S/. 30,000

Fuente: BNB Solfin SAB

Elaboración propia

Estos costos son los de mayor magnitud que tendrán que enfrentar las empresas; sin embargo son los que se diluyen a través del tiempo ya que sólo se pagarán al comienzo de la emisión.

MAV vs Mercado General

El MAV ha sido creado para atraer a mayores empresas al mercado de financiamiento directo, y por eso tiene menos requisitos que el mercado general. El siguiente cuadro menciona comparativamente los requisitos legales de ambos regímenes:



Tabla N° 4: Requisitos Legales del Régimen General vs. el MAV

Régimen general	MAV
Empresas domiciliadas o no domiciliadas que cumpla los requisitos del régimen general.	Empresas domiciliadas con tres años de operación y con ventas anuales menores a 350 millones de nuevos soles (o su equivalente en dólares). Además se requiere no haber tenido o inscrito valores en algún MCN peruano o extranjero.
Se inscriben obligatoriamente en el RPMV los valores de oferta pública y los programas de emisión de valores	Se inscriben los valores en RPMV a solicitud de la empresa. En caso de valores representativos de deuda la solicitud proviene de adicionalmente de la mayoría absoluta del monto de emisión en circulación.
Se pueden emitir todo tipo de valores como bonos, (corporativos, titulizados, etc.) papeles comerciales u otros instrumentos de deuda.	Aunque inicialmente fue normado sólo para instrumentos de corto plazo, a partir del 2013 se ofertan valores representativos de capital social, instrumentos de corto plazo y bonos.
Contar con un representante de obligacionistas a excepción de ofertas dirigidas a inversionistas institucionales.	No es necesario contar con un representante de obligacionistas, de ser así el emisor está obligado a convocar a asamblea a de obligacionistas.
Requiere dos clasificaciones de riesgo a diferencia de ofertas a inversionistas acreditados donde se pide sólo una clasificación de riesgo	Sólo se necesita una clasificación de riesgo
La información financiera presentada anual debe ser individual y consolidada y auditada. Además se debe presentar la información intermedia con periodicidad trimestral de manera individual y consolidada.	La información con periodicidad anual debe ser auditada. La información intermedia debe ser presentada con periodicidad semestral y de manera individual.
La SMV establece las normas contables para la elaboración de los estados financieros y sus correspondientes notas así como la forma de presentación de tales estados.	La información presentada debe estar preparada de acuerdo a las NIIF, vigentes internacionalmente, que emita el IASB.
Necesario elevar escritura pública para los contratos de emisión	No es necesario elevar escritura pública para los dentro o fuera de un marco de un programa de emisión de valores de corto plazo
Obligados a la presentación anual de un informe sobre Principios de buen Gobierno Corporativo	No es necesario presentar un informe sobre PBGC, a partir del tercer año la presentación de este informe si es necesaria
Régimen sancionador estricto por incumplimiento de reglamento y falsificación de información	Régimen especial de sanción

Fuente: Mendiola et al, (2014), Mercado (2014), Ley de Mercado de Valores
Elaboración propia

Ventajas del financiamiento a través del MAV

Acceder a mayores montos de financiamiento a menores tasas

El MAV da la oportunidad a las empresas no corporativas (medianas y pequeñas) a acceder a un financiamiento de mercado directo, es decir que se pueden financiar directamente de los agentes superavitarios. De tal manera, la tasa que se ofrece por este financiamiento es menor a la tasa que se ofrecería en el mercado indirecto debido a que no hay un spread de tasas que cubre el riesgo del intermediario (bancos, empresas financieras, etc.). Esto lo comprobaremos en el capítulo 3.

Acceso a menos tarifas de inscripción

Como se mencionó la BVL ha reducido en 50% las tasas por concepto de inscripción, cotización y negociación de valores en el MAV, junto con la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y CAVALI que también redujeron sus tarifas para el MAV.

La siguiente tabla (N°5) hace una comparación de los costos (tarifas y comisiones) para el ingreso a financiamiento directo del régimen general vs el MAV.

Tabla N° 5: Comparación de Comisiones y Tarifas Régimen General Vs MAV

	GENERAL	MAV
Inscripción BVL	0.0375%	0.01875%
Inscripción CAVALI (dólares americanos)	\$100	\$85
SMV – mensual	0.00350%	0.00175%
BVL – mensual	0.00200%	0.00100%
CAVALI – mensual	0.0010%	0.0005%

Fuente: Mendiola et al (2014), BCRP
Elaboración propia

Profesionalización de la administración

Esto debido a la necesidad de la empresa de adecuar a sus actividades a las normas internacionales de contabilidad y prácticas de buen gobierno corporativo para cumplir con los requisitos de envío de información.

Incremento del valor y prestigio de las empresas

Las empresas que emiten valores a través del mercado de valores, en este caso a través del MAV, experimentan un incremento en el valor y prestigio de su empresa, esto sucede debido a que después de cumplir con los requisitos de entrada se perciben ante el mercado como empresas transparentes y de mayor estabilidad.

La apreciación de la empresa mejora por las ya mencionadas prácticas de buen gobierno corporativos, debido a que los procedimientos y reglas aplicadas dan un trato equitativo para el accionariado de la empresa, se da un mejor manejo de los conflictos internos, se mejora la estructura de capital, así como los esquemas de remuneración e incentivos de la administración, las adquisiciones de control, la revelación de información es más transparente, entre otros procesos que afectan las rentas que se distribuyen a los accionistas así como la imagen que tiene sobre la empresa

La simetría de información entre quienes administran la empresa y sus inversionistas es un elemento de suma importancia para los inversionistas ya que este les asegura salvaguardar sus inversiones en un largo plazo. Adicionalmente, el que la empresa se encuentre regulada por un adecuado marco legal y este supervisada por entidades que garanticen la protección de sus inversiones, es un alivio adicional para los inversores.

Por otro lado la aplicación de principios de buen gobierno corporativo da como resultado que las empresas crezcan de manera óptima y controlada evitando una administración desequilibrada y de esta manera se genere una mayor rentabilidad, este es la causa por la que las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores siguen un enfoque de aplicación de principios de buen gobierno corporativo.

Si se logra incrementar la cultura de buen gobierno corporativo en la sociedad en general, se podría mejorar sustancialmente el desempeño de la economía nacional; por eso es importante que las empresas del Perú comiencen a poner en práctica estos principios de buen gobierno corporativo, lo que ayudara no solamente a las empresas que deseen ingresar al Mercado Alternativo de Valores; ya que las hará mucho más atractivas para los inversionistas, si no a todas las empresas que pongan en práctica estos principios ya que al ser más transparentes en la dirección de la empresa hará que estas sean mucho más aptas para poder adquirir préstamos para capital de trabajo de las diferentes instituciones financieras.

Menores requerimientos y obligaciones de información

De acuerdo al Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, las empresas emisoras cuentan con un régimen de menores requerimientos y obligaciones de información.

Por ejemplo, la empresa emisora debe contar con un solo informe de clasificación de riesgo, mientras que en el mercado principal el requisito es dos informes.

Así también, se han elaborado formatos de prospectos informativos y contratos estandarizados, lo que determina menores costos de estructuración y de asesoría legal.

Capítulo 2: Empresas emisoras

A continuación, analizaremos el comportamiento de las cinco primeras empresas que se han financiado a través de este mercado y las características de las diferentes series que han emitido hasta la fecha a través del Mercado Alternativo de Valores.

Condiciones de empresas emisoras

Como se mencionó anteriormente el MAV está dirigido a empresas medianas y pequeñas. La clasificación de empresas medianas y pequeñas, de acuerdo al Decreto supremo N° 013-2013 Produce, se realiza en función a los niveles de ventas anuales y en caso de las Pymes deben ubicarse en los siguientes rangos:

Tabla N° 6: Rango de Clasificación de Pymes

Mediana empresa	Superiores a 1700 UIT hasta un monto máximo de 2300 UIT
Pequeña empresa	Superiores a 150 UIT hasta un monto máximo de 1700 UIT

Fuente: Decreto N°013-203 Produce
Elaboración propia

Siendo una UIT a 2016 de S/. 3950.00 soles, de acuerdo a esta clasificación la mediana empresa se ubica en un rango de ventas entre S/. 6 715 000 y S/. 9 085 000 soles. Teniendo en cuenta esta información, las cinco empresas objeto de estudio no pueden ser clasificadas en este rango debido a que como se muestra en la Tabla N°7 sus ventas anuales- si bien cumplen con los requisitos de acceso al MAV- exceden los montos para clasificarlas como Pymes, por eso en nuestra investigación las catalogamos como empresas no corporativas.

Tabla N° 7: Ventas anualizadas de las 5 empresas expresadas en soles.

Empresas	2012	2013	2014	2015
Agrícola Chavín de Huantar	S/. 31 356 000	S/. 33 174 000	S/. 34 807 960	S/. 38 381 000
Jaime Rojas Representaciones	S/. 25 424 336	S/. 35 727 436	S/. 32 721 541	S/. 37 657 018
Tritón Trading	S/. 82 682 000	S/. 104 134 000	S/. 97 071 000	S/. 67 156 000
Medrock Corporation	-	S/. 38 515 004	S/. 36 980 978	S/. 44 610 745
Inversiones La Cruz	-	S/. 72 153 000	S/. 83 379 000	S/. 94 433 000

Fuente SMV

Elaboración propia

A continuación se expondrá aspectos generales las 5 empresas objeto de análisis, así como de las emisiones de papeles comerciales que han realizado.

Agrícola y ganadera Chavín de Huántar

La empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar S.A inició sus operaciones en el año 1998, esta es una empresa dedicada a la exportación de frutas y vegetales frescos y congelados y además brinda servicios de empaque de productos agrícolas y agroindustriales. Las líneas de productos que ofrece son:

- Productos frescos, espárrago, uva, mango tangelo, granada y palta
- Productos congelados: mango, espárragos, camote y granada.

La empresa ha logrado formar un portafolio de productos que genera ingresos en todos los meses del año, es decir, un portafolio diversificado y desestacionalizado.

El 5 abril del 2013 la empresa emitió el primer programa de instrumentos de corto plazo, convirtiéndose en la primera empresa en listar valores a través del Mercado Alternativo de Valores.

El financiamiento se realizó por la necesidad de captar recursos para capital de trabajo, financiamiento de sus inventarios y debido a otras necesidades de capital operativo,

Descripción de emisiones de Chavín de Huantar

El programa se emitió a través de papeles comerciales con un monto máximo de circulación de 2 millones de dólares americanos o su equivalente en nuevos soles, este programa tendrá una vigencia de dos años a partir de su inscripción.

La empresa Chavín de Huántar ha colocado desde la fecha de inscripción hasta el momento, 13 series de papeles comerciales (de la Serie A a la Serie M). Siendo, generalmente, el monto colocado de 500 000 dólares, comprendidos por papeles comerciales con un valor nominal de 1 000 dólares americanos.

Todas las series fueron ofertadas al público a través de una subasta holandesa sobre rendimiento implícito – cupón cero.

Tabla N° 8: Series - Chavín de Huantar

Serie	Monto de colocación (dólares americanos)	Numero de papeles comerciales	Tasa de rendimiento implícita (%)	Plazo del valor (días)	Precio de colocación	Monto demandado (dólares americanos)
A	500,000	500	6	180	97.09%	1,400,000
B	500,000	500	6	120	98.04%	951,000
C	500,000	500	5.9687	180	97.10%	618,000
D	974,000	500	5.9062	180	97.13%	1,424,000
E	500,000	500	5.875	210	96.69%	854,000
F	500,000	500	5.9375	240	96.19%	591,000
G	500,000	500	5.9062	270	95.76%	1,062,000
H	500,000	500	5.75	330	94.99%	908,000
I	500,000	500	5.09375	150	97.92%	2,061,000
J	500,000	500	4.96875	245	96.73%	672,000
K	424,000	500	5.35	270	96.14%	424,000
L	500,000	500	5.75	234	96.40%	500,000
M	500,000	500	5.5	240	96.46%	963,000

Fuente BVL

Elaboración propia

Garantías

Los instrumentos de corto plazo emitidos por la empresa Chavín de Huantar, están respaldados por el patrimonio de la empresa y no cuentan con una garantía específica sobre los activos o derechos

Fideicomiso de administración

La empresa, para realizar la emisión, constituyó un fideicomiso de administración sobre los flujos futuros que generen las ventas comprometidas del emisor con sus clientes. El objetivo de este fideicomiso es actuar como medio de pago para los instrumentos de corto plazo, y fue constituido sobre el 120% del valor de instrumentos de corto plazo que tenga en circulación la empresa.

El fideicomiso de administración para el pago de instrumentos a corto plazo, se llevó a cabo con los siguientes intervinientes:

- Fideicomitente: Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar
- Fiduciario: Banco Internacional del Perú S.A.A INTERBANK
- Representante de Fideicomisarios: BNB Valores Perú Solfin
- Depositarios: Mario Salazar Vergaray

El objeto del patrimonio es que 100% del patrimonio fideicometido sea para pagar las obligaciones a pagar por la empresa y para que en caso de incumplimiento el representante de los obligacionistas (BNB Solfin) proceda a administrar las cuentas del fideicomiso

El contrato del fideicomiso se constituye de la siguiente manera:

- El fideicomitente transfiere el dominio del fideicomiso al fiduciario, Interbank, para que cumpla con la disposición y enajenación de los bienes cuando haya incumplimiento y puedan ser dispuestos por parte del Representante de los fideicomisarios.
- Los fideicomisarios o beneficiarios del Fideicomiso, son las personas que tengan valores emitidos por la empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar
- Para la constitución del fideicomiso se constituyeron dos tipos de cuentas a nombre del patrimonio fideicometido:
 - Cuentas pagadoras: Son cuentas corrientes que se crearon una por cada emisión de instrumentos a corto plazo que realizó la empresa y cuentas.
 - Cuentas recolectoras: También se creó una por cada emisión que realizó la empresa

El depositario, Mario Salazar, es el responsable de los flujos dinerarios en la cuenta recolectora, que serán recaudados por la empresa.

Demanda de los Instrumentos de Corto Plazo de Chavín de Huántar

En la tabla N° 8 datan las características de las series emitidas por la empresa. De las 13 emisiones de Chavín de Huantar, todas colocadas por subasta pública 12 superaron la oferta de Chavín- excepto la serie K cuya oferta fue de 500 000 dólares y la demanda se posicionó en 424 000- llegando incluso a cuadruplicar el monto de oferta, como el caso de la oferta I.

Esta gran diferencia entre la oferta de ICP y la demanda por parte de los inversionistas, es un síntoma del interés del mercado por este tipo de instrumentos de corto plazo y de mayor riesgo pero que por estas características ofrecen una atractiva rentabilidad.

Rentabilidad riesgo de los ICP de Chavín de Huantar

El Anexo N°1 al N°3 presenta las tasas de colocación de todas las emisiones de ICP de los años 2013, 2014 y 2015 respectivamente. En 2013 Chavín es la empresa que mayor rentabilidad ha dado por estos papeles comerciales en comparación de otros instrumentos de igual riesgo y plazo.

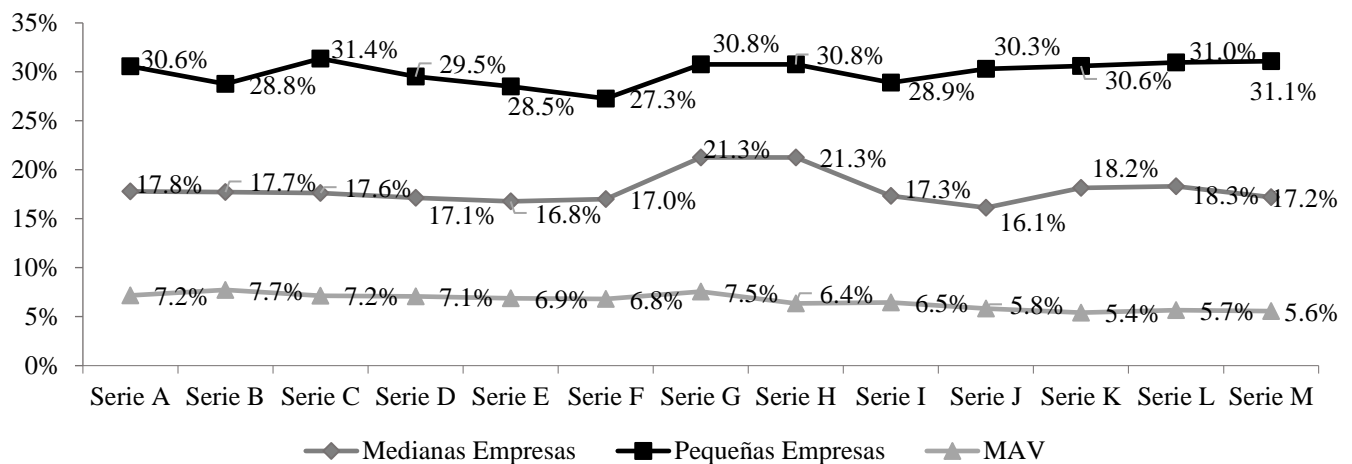
En 2014, Chavín mantuvo su clasificación de riesgo mientras que su tasa de colocación disminuyó, lo que demuestra mayor confianza de los inversionistas en este tipo de instrumentos y en este segmento de mercado.

Finalmente, en 2015 Chavín ofrece un riesgo menor comparado a otras emisoras de ICP convirtiéndose en la quinta empresa que ofrece mayor rentabilidad siendo superada por dos empresas del MAV que analizaremos más adelante, adicionalmente el rendimiento implícito de los papeles de Chavín continuó reduciéndose.

Financiamiento en MAV vs financiamiento bancario

En el primer capítulo hemos hablado de los beneficios del MAV frente a un financiamiento en la banca tradicional. A continuación, se presenta una comparación del financiamiento que ha realizado Chavin de Huantar en el MAV y el financiamiento que hubiese tenido de continuar en la banca tradicional, la comparación se realizó calculando de la tasa de costo efectiva de cada modelo de financiamiento.

Figura N° 1: TCEAS en el sistema financiero directo vs. MAV-Chavin de Huántar



Elaboración propia

*Para la elaboración de las TCEA de emisiones en el MAV se usaron las comisiones a SMV (0.00175% mensual) Bolsa de Valores (0.02%) y Cavali (\$85 dólares americanos por inscripción.). Ver ejemplo en Anexo 4.

* Para la elaboración de TCEA en el sistema financiero directo (medianas y pequeñas empresas se usó la tasa promedio para préstamos de 180 días a 360 días en bancos comerciales y se agregó un seguro de desgravamen del 0.553% y comisiones y portes de S/9.00 soles.

Fuente: SBS

La TCEA del MAV es considerablemente menor en comparación con las TCEAS en un sistema financiero indirecto, siendo la mitad en el caso de una mediana empresa y la tercera parte en caso de una pequeña empresa.

A. Jaime Rojas Representaciones

La empresa A. Jaime Rojas es una empresa comercializadora de equipos médicos y de laboratorio, mobiliario e instrumentos de cirugía para uso humano, así como ortopedia en general y otros artículos destinados a uso de hospitales, clínicas y de toda clase de centros hospitalarios y a la compra de bienes afines en general. (BVL 2014)

Esta es una empresa con más de 40 años en la industria de equipamiento hospitalario y en febrero del 2014 se convirtió en la segunda empresa en ingresar al Mercado Alternativo de Valores, con una primera colocación de instrumentos de deuda de corto plazo por un monto equivalente a US\$1 millón de dólares americanos.

Descripción de emisiones A. Jaime Rojas Representaciones

La empresa ha emitido instrumentos de corto destinado para inversionistas en general en calidad de oferta pública.

La emisión fue caracterizada por tener un monto máximo en circulación de hasta S/. 10 000,000 soles o su equivalente en Dólares Americanos. La emisión tiene un plazo de 6 años, contados a partir de la inscripción del Programa en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV.

La empresa hasta el momento ha emitido cinco series de papeles comerciales, siendo estas las siguientes:

Tabla N° 9: Series Jaime Rojas Representaciones

Serie	Monto de colocación (dólares)	Numero de papeles comerciales	Tasa de rendimiento implícito (%)	Plazo del valor (días)	Precio de colocación	Monto demandado (dólares)
Primera Emisión						
A	1,000,000	1000	6%	180	97.06%	1,265,000
B	1,000,000	1000	6.20%	360	94.16%	1,320,000
C	1,000,000	1000	5.3 %	360	94.97%	3,346,000
D	1,000,000	1000	5%	360	95.24%	1,430,000
Segunda Emisión						
A	1,000,000	1000	6%	360	94.34%	1,144,000

Elaboración Propia
Fuente BVL 2015

Garantía

Los valores del programa adicionalmente a la garantía genérica sobre el patrimonio del emisor contarán con una garantía específica que consta de un Contrato de Fideicomiso en Administración y Garantía.

Demanda de los Instrumentos de Corto Plazo de Jaime Rojas

En la tabla N° 9 datan los resultados de las subastas emitidas por la empresa. En las 5 emisiones de Jaime Rojas, todas colocadas por subasta pública el 100% superará la oferta de Jaime llegando incluso a triplicar el monto de oferta, como el caso de la oferta C de la Primera Emisión.

Esta gran diferencia entre la oferta de ICP y la demanda por parte de los inversionistas, es un síntoma del interés del mercado de gran rentabilidad, pese al mayor riesgo asumido propio de la naturaleza del segmento.

Rentabilidad riesgo de los ICP de Jaime Rojas

El Anexo N°1 al N°3 presenta las tasa de colocación de todas las emisiones de ICP de los años 2013, 2014 y 2015 respectivamente. En 2013 no se registra emisiones de Jaime Rojas.

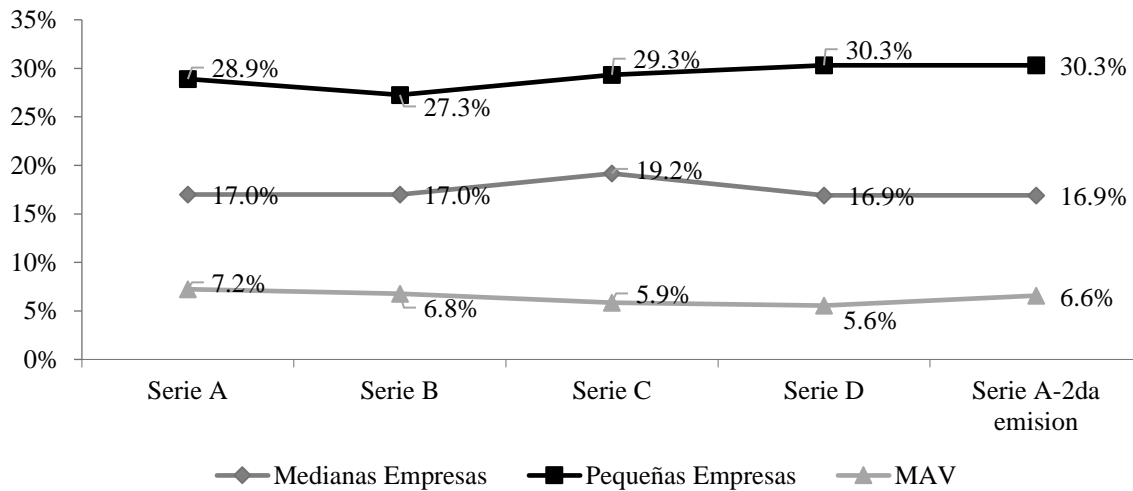
En 2014, año de incursión de Jaime al MAV, la empresa logró colocar los instrumentos a una tasa alta – mayor al 6%-superada solo por la financiera Inversiones La Cruz.

Finalmente en el 2015, Jaime Rojas es la octava empresa que se posiciona en el ranking de mayor rentabilidad de ICP, si bien la rentabilidad con la que se colocó los instrumentos son medianamente altas hay que rescatar que empresas con igual clasificación de riesgo y que no listaron en el Mercado Alternativo de Valores, colocaron los ICP ofreciendo una mayor rentabilidad. Lo que es síntoma de una buena posición de la empresa en cuanto a perspectivas de cumplimiento de pago y de interés por parte de los inversionistas.

Financiamiento en MAV vs financiamiento bancario

En el primer capítulo hemos hablado de los beneficios del MAV frente a un financiamiento en la banca tradicional. A continuación se presentará una comparación del financiamiento que ha realizado Jaime Rojas en el MAV y el financiamiento que hubiese tenido de continuar en la banca tradicional, la comparación se realizó a través de la tasa de costo efectiva de cada modo de financiamiento.

Figura N° 2: TCEAS en el sistema financiero directo vs. MAV-Jaime Rojas



Elaboración propia

*Para la elaboración de las TCEA de emisiones en el MAV se usaron las comisiones a SMV (0.00175% mensual) Bolsa de Valores (0.02%) y Cavali (\$85 por inscripción.). Ver ejemplo en Anexo 4.

* Para la elaboración de TCEA en el sistema financiero directo (medianas y pequeñas empresas) se usó la tasa promedio para préstamos de 180 días a 360 días en bancos comerciales y se agregó un seguro de desgravamen del 0.553% y comisiones y portes de S/9.00.

Fuente: SBS

Como era de esperar las tasas simuladas a través de un financiamiento bancario son mucho mayores a las tasas de los ICP que emitió la empresa.

Triton Trading antes Triton Rental

Empresa constituida desde 2010 cuyas actividades principales se dividen en tres unidades de negocio: venta de maquinaria y equipos, alquiler y servicio post venta en el que ofrece servicio técnico y la venta de repuestos. (BVL 2014)

Triton Trading es una empresa peruana que cuenta con experiencia en el rubro de alquiler, venta y servicio técnico de maquinarias y equipos portuarios, logísticos y de construcción, representando a marcas líderes a nivel mundial y que cuenta con sucursales en Lima, Piura, Cajamarca y Huancayo.

A fin del 2014 se fusionaron las empresas Triton Trading con Triton Rental

El Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo que llevó a cabo la empresa Tritón Trading es por un monto máximo de dos millones de dólares o el equivalente en Soles. La primera emisión permitió a Tritón Trading obtener financiamiento hasta por 500 mil dólares americanos mediante la oferta pública primaria de instrumentos de corto plazo.

Descripción de emisiones de Tritón Trading

La empresa ha emitido Instrumentos de Corto los cuales han sido dirigidos también a inversionistas en general siendo el modo de subasta una oferta pública hasta por un monto máximo en circulación de hasta S/. 2, 000,000 soles o su equivalente en dólares americanos. El plazo del programa de emisión es de seis años, contados a partir de la inscripción del Programa en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV con la característica de ser este renovable.

La empresa hasta el momento ha emitido cuatro series, la primera antes de fusionarse con Tritón Rental y las tres últimas una vez hecha la fusión de las empresas, siendo estas las siguientes:

Tabla N° 10: Series Tritón Trading

Serie	Monto de colocación (dólares americanos)	Numero de papeles comerciales	Tasa de interés nominal anual (%)	Plazo del valor (días)	Precio de colocación	Monto demandado (dólares americanos)
Primera Emisión						
A	500,000	500	6%	180	97.0874%	880,000
Segunda Emisión						
A	1,000,000	1000	5.6%	180	97.2763%	3,607,000
B	2,000,000	2000	3.75%	180	98.1595%	3,079,000
C	2,000,000	2000	5.5%	180	97.3236%	2,136,000

Fuente BVL 2015
Elaboración propia

Garantía

Instrumentos de Corto Plazo Tritón cuentan únicamente con garantía genérica sobre el patrimonio de la empresa.

Demanda de los Instrumentos de Corto Plazo de Triton Trading

En la tabla N° 11 datan las características de las series emitidas por la empresa. En las 4 emisiones de Triton Trading, todas colocadas por subasta pública todas superaron la oferta de la empresa llegando incluso a ser 3.6 veces más que el monto de oferta, como el caso de la oferta A de la Segunda Emisión.

Esta gran diferencia entre la oferta de ICP y la demanda por parte de los inversionistas, es un síntoma del interés del mercado de gran rentabilidad, pese al mayor riesgo asumido propio de la naturaleza del segmento.

Rentabilidad riesgo de los ICP de Triton Trading

El Anexo N°1 al N°3 presenta las tasa de colocación de todas las emisiones de ICP de los años 2013, 2014 y 2015 respectivamente. En 2013 no se registra emisiones de Triton.

En 2014 es sorpresiva que siendo el año de entrada las emisiones tengan un rendimiento implícito no muy alto siendo superado por tres empresas del MAV, lo que muestra que los inversionistas tuvieron una perspectiva de buen pago por parte de la empresa, lo que se reafirma en su segunda emisión debido a que la tasa disminuyó.

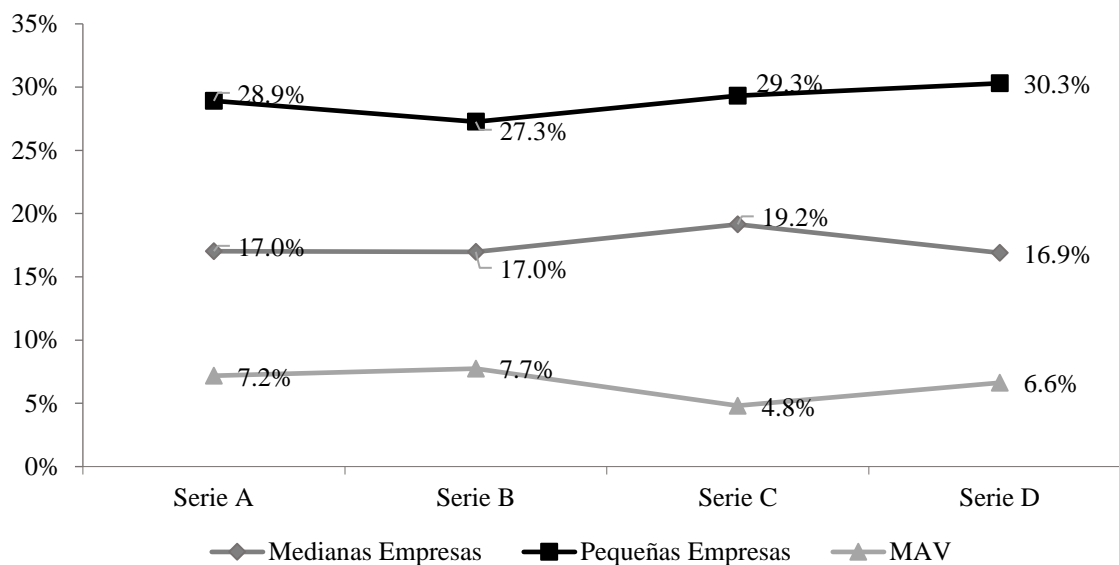
Finalmente en el 2015, Triton es la sexta empresa que se posiciona en el ranking de mayor rentabilidad de ICP, si bien la rentabilidad con la que se colocó los instrumentos son medianamente altas hay que rescatar que empresas- incluyendo empresas del mercado general-con igual clasificación de riesgo y plazo colocaron los ICP ofreciendo una mayor rentabilidad. Lo que es

síntoma de una buena posición de la empresa en cuanto a perspectivas de cumplimiento de pago y de interés por parte de los inversionistas.

Financiamiento en MAV vs financiamiento bancario

En el primer capítulo hemos hablado de los beneficios del MAV frente a un financiamiento en la banca tradicional. A continuación se presentará una comparación del financiamiento que ha realizado Triton en el MAV y el financiamiento que hubiese tenido de continuar en la banca tradicional, la comparación se realizó a través de la tasa de costo efectiva de cada modo de financiamiento.

Figura N° 3: TCEAS en el sistema financiero directo vs. MAV-Triton Trading



Elaboración propia

*Para la elaboración de las TCEA de emisiones en el MAV se usaron las comisiones a SMV (0.00175% mensual) Bolsa de Valores (0.02%) y Cavali (\$85 por inscripción,). Ver ejemplo en Anexo 4.

* Para la elaboración de TCEA en el sistema financiero directo (medianas y pequeñas empresas) se usó la tasa promedio para préstamos de 180 días a 360 días en bancos comerciales y se agregó un seguro de desgravamen del 0.553% y comisiones y portes de S/9.00.

Fuente: SBS

La comparación de las TCEAS del MAV con las tasas simuladas de un financiamiento indirecto es similar a las dos empresas anteriores.

Medrock Corporation

Medrock Corporation es una empresa farmacéutica peruana, constituida en 2007 y que tiene como actividad principal la producción de productos farmacéuticos, galenos, dietéticos, edulcorantes, además de recursos terapéuticos naturales y medicamentos. Para tales efectos, cuenta con un laboratorio altamente especializado en investigación y desarrollo.

En junio del 2014 esta empresa, fue la cuarta en ingresar al Mercado Alternativo de Valores. Inscribiendo el Primer Programa de Emisión de Instrumentos a corto plazo Medrock

Descripción de emisiones de Medrock Corporation

El programa se emitió a través de papeles comerciales con un monto máximo de circulación de 10 millones de nuevos soles, este programa tendrá una vigencia máxima de un año.

La empresa Medrock Corporation ha colocado desde la fecha de inscripción hasta el momento, 8 series de papeles comerciales (Serie A hasta Serie H). Todas las series fueron ofertadas al público a través de una subasta holandesa sobre rendimiento implícito – cupón cero.

Tabla N° 11: Series Medrock Corporation

Serie	Monto de colocación (dólares americanos)	Número de papeles comerciales	Tasa de rendimiento implícito (%)	Plazo del valor (días)	Precio de colocación	Monto demandado (dólares americanos)
A	1,000,000	1000	3.70	180	98.21%	2,793,000
B	1,000,000	1000	3.40	120	98.34%	2,770,000
C	1,000,000	1000	2.95	182	98.54%	2,198,000
D	1,000,000	1000	2.75	180	98.64%	2,563,000
E	1,000,000	1000	2.35	180	98.84%	1,426,000
F	812,000	812	4.00	180	98.04%	812,000
G	500,000	500	3.50	180	98.28%	700,000
H	263,000	263	3.00	180	98.52%	263,000

Elaboración propia
Fuente BVL 2015

Garantías

La garantía genérica sobre el patrimonio del Emisor, contará –como garantía específica– con carta fianza de fiel cumplimiento emitida por el Banco de Crédito del Perú hasta por el monto de las emisiones

Demanda de los Instrumentos de Corto Plazo de Medrock

En la tabla N° 12 datan las características de las series emitidas por la empresa. En las 8 emisiones de Medrock, todas colocadas por subasta pública 6 superaron la oferta de Medrock llegando incluso a ser 2.7 veces el monto de oferta, como el caso de la oferta B.

Esta gran diferencia entre la oferta de ICP y la demanda por parte de los inversionistas, es un síntoma del interés del mercado de gran rentabilidad, pese al mayor riesgo asumido propio de la naturaleza del segmento.

Rentabilidad riesgo de los ICP de Medrock

El Anexo N° 1 al N°3 presenta las tasa de colocación de todas las emisiones de ICP de los años 2013, 2014 y 2015 respectivamente. En 2013 no se registra emisiones de Medrock.

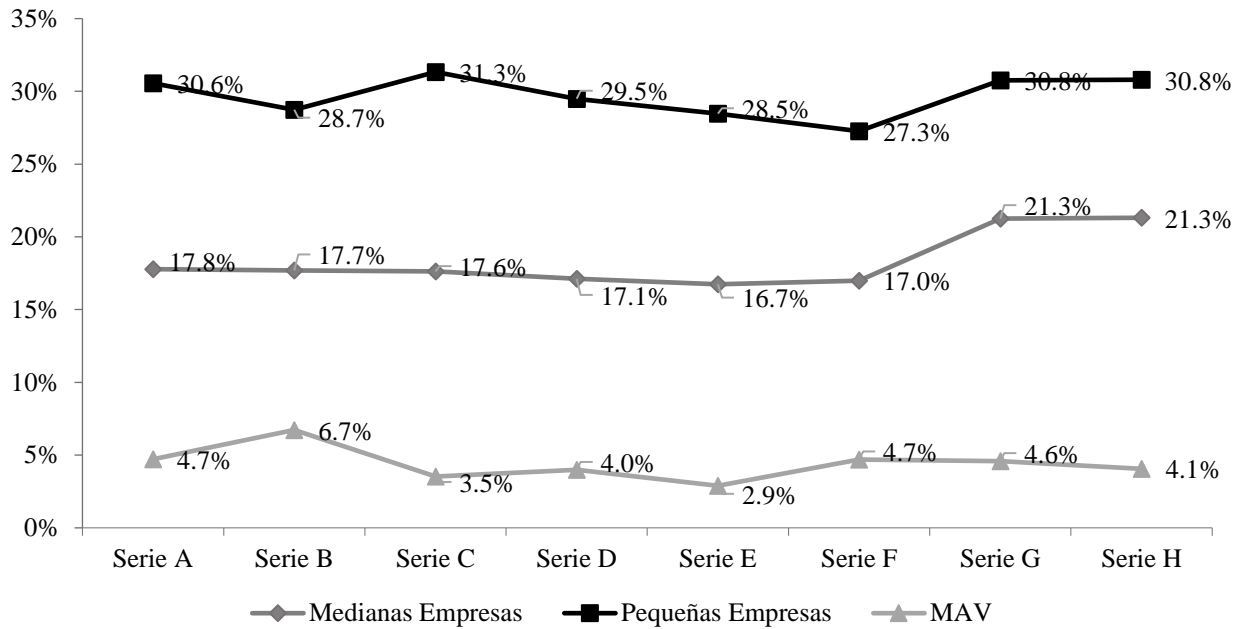
En 2014 Medrock colocó sus papeles comerciales a la tasa más baja de todas las emisoras del MAV ese año, esto es conveniente para la empresa como referencia para futuras emisiones, siendo un síntoma de que el mercado tiene una perspectiva buena de la capacidad de pago de la empresa.

Finalmente en el 2015, Medrock es la cuarta empresa que se posiciona en el ranking de mayor rentabilidad de ICP, si bien la rentabilidad con la que se colocó los instrumentos son altas hay que rescatar que empresas con igual clasificación de riesgo colocaron los ICP ofreciendo una menor rentabilidad. Lo que es atractivo para los inversionistas, los demandantes podrán obtener una mayor rentabilidad a través una clasificación de riesgo igual a otras empresas.

Financiamiento en MAV vs financiamiento bancario

En el primer capítulo hemos hablado de los beneficios del MAV frente a un financiamiento en la banca tradicional. A continuación se presentará una comparación del financiamiento que ha realizado Medrock en el MAV y el financiamiento que hubiese tenido de continuar en la banca tradicional, la comparación se realizó a través de la tasa de costo efectiva de cada modo de financiamiento.

Figura N° 4: TCEAS en el sistema financiero directo vs. MAV -Medrock



Elaboración propia

*Para la elaboración de las TCEA de emisiones en el MAV se usaron las comisiones a SMV (0.00175% mensual) Bolsa de Valores (0.02%) y Cavali (\$85 por inscripción,). Ver ejemplo en Anexo 4.

* Para la elaboración de TCEA en el sistema financiero directo (medianas y pequeñas empresas) se usó la tasa promedio para préstamos de 180 días a 360 días en bancos comerciales y se agregó un seguro de desgravamen del 0.553% y comisiones y portes de S/9.00.

Fuente: SBS

La empresa tiene las TCEAS del MAV menores a las tres empresas anteriores lo que hace que la diferencia entre financiamiento directo e indirecto sea aún mayor que los casos anteriores.

Edpyme Inversiones La Cruz

Constituida como edpyme en el 2010, con la finalidad de otorgar microcréditos solicitados por personas naturales o pequeñas y microempresas. La edpyme es controlada por Cross America Inc es el grupo controlador de la edpyme; Cross América es un holding de Florida, EEUU que invierte como socio en empresas de diversos países dedicadas a la actividad de préstamos con garantía de joyas.

El 04 de diciembre del 2014 se efectuó la primera colocación de instrumentos de corto plazo de Inversiones La Cruz convirtiéndose en la primera entidad financiera en ingresar al MAV y la primera en emitir en moneda nacional.

El primer programa de emisión de papeles comerciales a corto plazo se dio por un monto de S/. 25 millones, los cuales fueron demandados por cajas municipales (61%) clientes institucionales (24%) y personas naturales (15%).

Descripción de la emisión

La emisión denominada Primer Programa de Instrumentos a Corto Plazo EDPYME Inversiones La Cruz se realizó con el objetivo de financiar las necesidades de capital de trabajo para la cartera de créditos del emisor. La moneda de la emisión es en soles y la moneda en circulación es hasta por un monto máximo de S/. 25 millones con una vigencia de duración de 6 años improrrogables.

Por otro lado, la emisión realizada por oferta pública no tiene garantía específica, están garantizados en forma genérica por el patrimonio de la empresa.

Tabla N° 12: Series EDPYME Inversiones La Cruz

Serie	Monto de colocación (soles)	Número de papeles comerciales	Tasa de rendimiento implícito (%)	Plazo del valor (días)	Precio de colocación	Monto demandado (soles)
A	7,000,000	700-1000	6.35	180	96.9227%	8,570,000
B	3,500,000	350	6.0313	270	95.6723%	3,950,000
C	8,520,000	1200	6.3	360	94.04%	8,520,000

Fuente: BVL

Elaboración propia

Rentabilidad riesgo de los ICP de Inversiones La Cruz

El Anexo N° 1 al N°3 presenta las tasa de colocación de todas las emisiones de ICP de los años 2013, 2014 y 2015 respectivamente. En 2013 no se registra emisiones de Inversiones La Cruz.

En 2014 Inversiones La Cruz colocó sus papeles comerciales a la tasa más alta de todas las emisoras del MAV ese año, esto es conveniente para los inversionistas quienes obtuvieron una mayor rentabilidad por una clasificación de riesgo buena, ya que los papeles e Inversiones La Cruz obtuvieron una clasificación de alta certeza de pago.

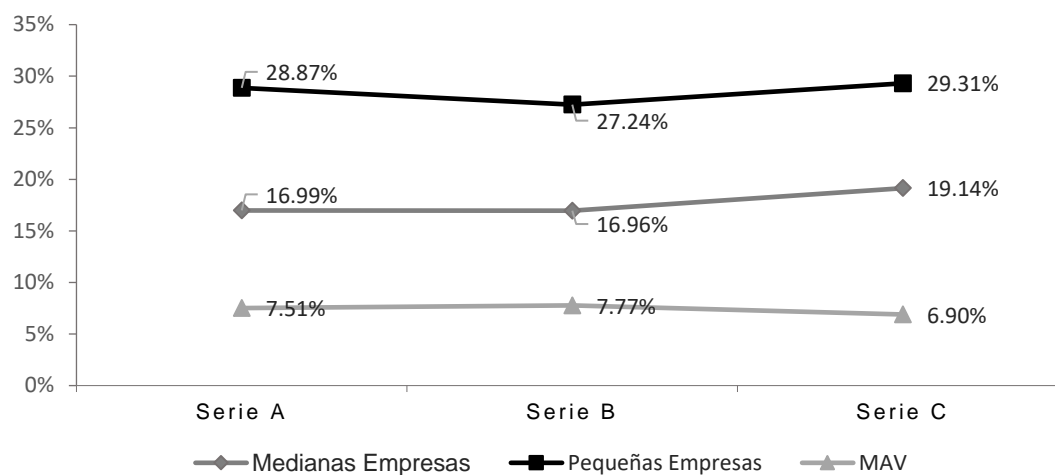
Finalmente en el 2015, Inversiones La Cruz es la segunda empresa que se posiciona en el ranking de mayor rentabilidad de ICP, si bien la rentabilidad con la que se colocó los instrumentos son altas hay que rescatar que empresas con igual clasificación de riesgo colocaron los ICP ofreciendo una menor rentabilidad. Lo que es atractivo para los inversionistas, los demandantes podrán obtener una mayor rentabilidad a través una clasificación de riesgo igual a otras empresas.

Financiamiento en MAV vs financiamiento bancario

En el primer capítulo hemos hablado de los beneficios del MAV frente a un financiamiento en la banca tradicional. A continuación se presentará una comparación del financiamiento que ha realizado Inversiones La Cruz en el MAV y el financiamiento que hubiese tenido de continuar en

la banca tradicional, la comparación se realizó a través de la tasa de costo efectiva de cada modo de financiamiento.

Figura N° 5: TCEAS en el sistema financiero directo vs. MAV- Inversiones La Cruz



Elaboración propia

*Para la elaboración de las TCEA de emisiones en el MAV se usaron las comisiones a SMV (0.00175% mensual) Bolsa de Valores (0.02%) y Cavali (\$85 por inscripción,). Ver ejemplo en Anexo 4.

* Para la elaboración de TCEA en el sistema financiero directo (medianas y pequeñas empresas) se usó la tasa promedio para préstamos de 180 días a 360 días en bancos comerciales y se agregó un seguro de desgravamen del 0.553% y comisiones y portes de S/9.00.

Fuente: SBS

Capítulo 3: Análisis financiero

En el presente capítulo se pretende asentar las bases para poder reconocer la situación financiera de las empresas que listan valores en el MAV, así como conocer la metodología aplicable para poder reconocer el efecto del financiamiento en estas empresas.

Definición del análisis financiero.

El análisis es observar e indagar para realizar un diagnóstico de un suceso específico. En línea con este concepto, el análisis financiero consiste en el estudio- a través de diferentes métodos- de los elementos económicos y financieros de una empresa para determinar en qué situación se encuentra, si es buena, mala, podría ser mejor, etc. Y ver si ha mejorado y en qué aspectos a través del tiempo

El análisis de la empresa aporta información muy útil para poder conocer mejor sus fortalezas y debilidades.

A continuación, mostramos una definición de lo que es el análisis financiero:

“Es un conjunto de técnicas utilizadas para diagnosticar la situación y perspectivas de la empresa con el fin de poder tomar decisiones adecuadas” (Amat2008)¹⁷

Este análisis tiene numerosos objetivos como:

- Determinar si las actividades de la empresa están siendo rentables.
- Establecer la posición que tiene la empresa frente del mercado en el cual se desempeña.
- Ayudar en la toma de decisiones acerca de las políticas de financiamiento y determinar si han sido las correctas y cuál es el futuro de estas.

¹⁷ ORIOL, (2008). Análisis de Estados Financieros. 8va Edición. p.14.

- Describir algunas de las medidas que se deben considerar para la toma de decisiones y alternativas de solución para los distintos problemas que afecten a la empresa, además de ayudar en la planeación de la dirección de las inversiones que realice la organización.
- Proporcionar a los empleados y accionista o inversionistas interesados información acerca del desenvolvimiento de la empresa.
- Determinar problemas específicos en la empresa.

El análisis de una empresa se basa en los estados financieros que estas llevan, siendo los más importantes: el estado de ganancias y pérdidas, el balance general y el estado de flujo de efectivo. Por lo que el análisis de las empresas a través de sus estados financieros existe para identificar relaciones y tendencias clave (Meigs, 2001).¹⁸

Método para ahondar en la situación financiera de una empresa

La forma de ahondar en el estudio de la situación financiera de una empresa, requiere un conjunto de pasos o procedimientos con los cuales se realizará la medición y se evaluará la situación de estas entidades económicas.

Existen diversos métodos para realizar los análisis financieros de una empresa y reconocer su situación financiera, Según Meigs “...el análisis es un asunto de establecer relaciones significativas y señalar los cambios y tendencias”.¹⁹

Por lo que existen cuatro técnicas de análisis ampliamente utilizadas:

¹⁸ Meigs et al (2001).Contabilidad: La base para las decisiones gerenciales McGraw-Hill. Decimoprimer edición. p.603

¹⁹Ibid. p.604

Cambios en pesos y en porcentajes

El valor de cambio en moneda se halla con la diferencia de entre el valor de una los –que se desea comparar y el valor de un año base, por otro lado, el cambio porcentual se calcula dividiendo el valor de cambio de moneda entre los años por el valor de años base.

De acuerdo a esto Meigs:²⁰ “En los estados financieros comparativos, aparecen los estados financieros de diversos periodos o años... que ayuda a los inversionistas identificar y evaluar cambios y tendencias significativas.”

Porcentajes de tendencias

Consiste en determinar las variaciones de un año base, en relación con los años siguientes considerados en el análisis. Esto ayuda a demostrar la extensión y dirección del cambio. Para esto se requiere seleccionar un año base y a cada partida de los años siguientes se expresa como un porcentaje del valor del año base.

Porcentajes componentes

Expresan la dirección y medida del cambio, indican el tamaño relativo de cada partida incluida en un total, con relación al total. Calculando los porcentajes componentes de varios años sucesivos se pueden observar las partidas que aumentan en importancia y las menos significativas.

Razones

Relaciones numéricas de porcentajes expresados en otros, permiten comparar información financiera de la empresa de un periodo con otro.

²⁰ Ibid p.603

El presente estudio se basa en razones que determinen la situación financiera de las empresas analizadas y el efecto del financiamiento en estas.

Análisis a partir de razones

Encierra técnicas de medición e interpretación de razones financieras para analizar y supervisar diferentes aspectos de las empresas como su rendimiento, liquidez, solvencia, apalancamiento y/o uso de activos de la empresa.

Existen diferentes métodos para comparar razones financieras:

Según Gitman (2007)²¹ el análisis de las razones financieras de una empresa se puede llevar a cabo de tres maneras:

Análisis de una muestra representativa

La cual implica la comparación de las razones de un mismo periodo con diferentes empresas que se desenvuelven en el mismo sector que la empresa a analizar.

Análisis de series temporales

Este tipo de análisis mide y evalúa el cambio que las razones de la empresa han tenido a lo largo del tiempo, da una comparación referida a la situación actual con la pasada.

Análisis combinado

Como su nombre lo insinúa, es la combinación de los dos análisis antes expresados, da a una muestra representativa un análisis alrededor del tiempo. Es decir se evalúa la tendencia del

²¹ Gitman, Lawrence (2007). Principios de Administración Financiera. Pearson. Décimo Primera edición. México. p 62-64.

comportamiento en los diferentes periodos de operación de la empresa con relación al comportamiento que ha tenido la industria en este mismo periodo.

Consideraciones al analizar razones financiera

- Las razones deben tener un significado claro, de modo que es necesario tener bien claro que es lo que aporta cada razón financiera en concreto y estudiar si realmente sirve de algo el análisis que va a realizarse.
- Las razones son útiles para encontrar el síntoma de un problema más no la causa de este, por otro lado para conocer profundamente el o los problemas en una empresa es por lo general necesaria más de una sola razón; pese a esto cuando queremos analizar un aspecto específico de una empresa pueden ser suficientes una o dos razones.
- Es importante además que las razones estén desestacionalizadas, es decir pertenezcan a un mismo periodo de tiempo para poder ser analizadas correctamente.
- Para mostrar un análisis real de la empresa, es preferible usar estados financieros que se encuentren auditados con la institución correspondiente, siendo estos estados desarrollados de la misma manera es decir con las mismas normas contables.
- Finalmente se debería ajustar los datos de tal manera que no incluyan los efectos de la inflación a lo largo del tiempo.

Clasificación de las razones financieras

Las razones financieras se pueden clasificar en:

- *Razones de liquidez:*

Liquidez es la capacidad que tiene la empresa de hacerle frente a sus obligaciones financieras en el corto plazo, es decir la posición de solvencia que tiene la empresa. Las principales razones de este tipo son:

- *Liquidez corriente:* Relaciona el activo a corto plazo con el pasivo a corto plazo mide la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones financieras en un corto plazo.

$$\text{Liquidez corriente} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

- *Prueba ácida:* Esta razón es más rigurosa que la liquidez corriente, ya que excluyen al inventario como activo de la empresa, por ser este el activo menos líquido que posee.

$$\text{Prueba ácida} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

- *Razón de endeudamiento:* Expresa el total de deuda como porcentaje de los activos de la empresa, es una medida de la liquidez de la empresa en una medida del riesgo de los prestamistas en un largo plazo.

$$\text{Razón de endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo Total}}$$

Para evaluar las razones financieras e interpretar las razones financieras se debe tener en cuenta las características de la empresa y las de la industria en la que opera. Por otro lado, los analistas pueden determinar si el desempeño de una compañía está mejorando o empeorando a través de la tendencia de una razón de varios años- norma que se aplicará en este estudio para determinar si ha habido mejora en la situación económica y financiera de las empresas que son objeto de análisis.

- *Razones de gestión o actividad*

Estos índices son una medición de los efectos de las decisiones de gestión en la empresa, evidencia el manejo de la empresa referente a las políticas de cobranzas, ventas al contado, inventario y ventas totales que se están aplicando en las empresas. Según Aching (2005)²² son un complemento de los ratios de liquidez debido a que miden el tiempo en el que tardan en convertir el dinero de una cuenta corriente.

Entre estos tenemos:

- *Rotación de inventario*: Calcula el número de veces que se usan los inventarios de una empresa.

$$\text{Rotación de inventarios} = \frac{\text{Costo de los bienes vendidos}}{\text{Inventario}}$$

A través de este ratio se puede hallar la edad promedio de inventario dividiendo el resultado entre 365, el resultado sería el número promedio de días que se requiere para vender el inventario.

²² Aching, Cesar (2005). Ratios financieros y matemática de mercadotecnia. Primera edición. Editorial. p.19

- *Rotación de cuentas por cobrar:* Es el periodo promedio de cobro, es decir el tiempo que se requiere para cobrar las cuentas

$$\text{Rotación de cuentas por cobrar} = \frac{\text{Cuentas por cobrar}}{\text{Ventas diarias promedio}}$$

- *Rotación de los activos totales:* Sirve para calcular la eficacia con la que la empresa utiliza sus activos para generar ventas.

$$\text{Rotación de activos totales} = \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activos Totales}}$$

- *Razones de endeudamiento*

Este tipo de relación matemática mide la cantidad de deuda financiera que se ha utilizado para adquirir los activos de una empresa, en otras palabras expresa el nivel de apalancamiento financiero de la misma.

- *Razón de endeudamiento:* Indica la proporción de los activos que son financiados por deuda.

$$\text{Razón de endeudamiento} = \frac{\text{Total de pasivos}}{\text{Total de activos}}$$

- *Calidad de deuda:* Indica que parte de la deuda corresponde a deuda de corto plazo.

$$\text{Calidad de deuda} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo Total}}$$

- *Razón Pasivo Capital:* Sirve para medir la relación entre el financiamiento propio –de los socios y de terceros.

$$\text{Razón Pasivo Capital} = \frac{\text{Pasivos a largo plazo}}{\text{Capital Social}}$$

- *Índices de rentabilidad*

Son indicadores del nivel de ganancia que obtiene una empresa respecto a otro elemento de esta, como sus ventas, sus activos o su capital contable

- *Margen de Utilidad Bruta:* Determina el porcentaje de los fondos que queda después del costo de los productos vendidos.

$$\text{Margen de Utilidad Bruta} = \frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ventas Netas}}$$

- *Margen de Utilidad Operativa:* Mide la proporción de utilidad después de costos y gastos frente a sus ventas.

$$\text{Margen de Utilidad Operativa} = \frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Ventas Netas}}$$

- *Margen de Utilidad Neta:* Mide la proporción de utilidad después de costos y gastos frente a sus ventas.

$$\text{Margen de Utilidad Neta} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas Netas}}$$

- *Rendimientos sobre Activos (ROA -Return on Assets)*: Determina la rentabilidad media que brindan los activos de la empresa. Además, juzga el grado de eficacia de los recursos que se están utilizando en la empresa

$$ROA = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activos Totales}}$$

ROA como medida de generación de utilidad en una empresa.

Este ratio pertenece a los ratios de rentabilidad, por lo que evalúa el resultado económico de la actividad empresarial. Por lo cual es esencial en el presente estudio, ya que se pretende definir la situación económica de las empresas listadas en el MAV al 2015. Además, este ratio mide la capacidad que tiene una empresa para lograr ganancias a partir de sus activos, independientemente de su tamaño cosa que es fundamental medir en este estudio, ya que como veremos más adelante el financiamiento que han tenido estas empresas ha sido destinado en su mayoría como capital de trabajo.

El ROA depende de la actividad realizada por la empresa según su propia estructura económica sin que este ratio se vea afectado por la estructura financiera de la empresa. En el punto anterior se expresó la fórmula para el ROA, sin embargo existe otra manera de expresión:

$$ROA = \frac{\text{Utilidad después de intereses e impuestos}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}}$$

Esta es una fórmula que usaremos posteriormente para nuestro análisis y en la cual el ROA se ve como resultado de dos componentes el margen de ventas y la rotación de activos.

Interpretación del ROA

- Mide la estructura económica, en base a los activos que posee.

- Un ROA más bajo del sector, puede indicar que la compañía ha iniciado un proceso de renovación de activo y que es altamente intensiva en capital
- Se ve afectado negativamente en fusiones y adquisiciones, dado que hasta que no se produce la integración completa de las compañías y se eliminan los solapamientos, no aparecen los beneficios de las sinergias.
- Por otro lado, esta medición no tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa

Método de Análisis mediante el Sistema Dupont

El método Dupont constituye un resumen del análisis de importantes razones financieras para determinar cómo la empresa está utilizando sus activos, su capital de trabajo y el apalancamiento financiero. Este análisis es usado para mostrar las relaciones existentes entre el rendimiento sobre la inversión, la rotación de los activos totales y el margen de utilidad sobre las ventas. Por otra parte, muestra la dependencia de las utilidades y del rendimiento sobre la inversión con el control sobre los costos y la inversión, ya que, si los costos son excesivamente elevados, el Margen de Utilidad sobre las Ventas disminuye y si la inversión no se controla la Rotación de los Activos baja.

Mediante este sistema es posible, determinar por una parte, si existe una situación financiera favorable o desfavorable en su gestión, así como el nivel de eficiencia o ineficiencia con que se encuentra operando la empresa, y por otra, la relación del volumen de ventas con el total de la inversión, para determinar si es más alto o más bajo.

En principio, el sistema Dupont reúne el margen neto de utilidades, la rotación de los activos totales de la empresa y de su apalancamiento financiero. Estas tres variables son las responsables del

crecimiento económico de una empresa, la cual obtiene sus recursos o bien de un buen margen de utilidad en las ventas, o de un uso eficiente de sus activos fijos lo que supone una buena rotación de estos, lo mismo que el efecto sobre la rentabilidad que tienen los costos financieros por el uso de capital financiado para desarrollar sus operaciones.

La ecuación de Dupont nos permite apreciar que el ROE es afectado por tres cosas:

- Eficiencia, medida por el Margen de Utilidad que obtenemos sobre las ventas
- La eficiencia operativa, medida por la cantidad de veces que se venden los activos
- El apalancamiento financiero, medido por el multiplicador del patrimonio neto

Los componentes de esta identidad más detalladamente son:

- El ROE por sus siglas en inglés de Return On Equity, es la rentabilidad que obtienen los accionistas sobre el capital aportado en el negocio

$$ROE = \frac{\textit{Utilidad Neta}}{\textit{Patrimonio}}$$

- El margen de utilidad, es el porcentaje de ganancia medido en función de las ventas de la empresa y es, en cierta medida, un indicador de la eficiencia de la empresa. Visto de otra manera, este indicador nos dice cuánto gana la empresa por cada sol de ventas Se obtiene mediante esta fórmula:

$$\textit{Margen de Utilidad} = \frac{\textit{Utilidad Neta}}{\textit{Ventas}}$$

- La rotación de activos, es en términos sencillos, cuántos soles de venta se obtiene por cada sol invertido. Es un buen indicador del grado de utilización de los activos del negocio y

constituye, también, una medida de eficiencia. Este ratio se obtiene a través de esta fórmula:

$$\text{Rotacion de Activos} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}}$$

- Ratio de Apalancamiento, es el apalancamiento obtenido con el capital del negocio. Nos dice, cuánto de activos se ha logrado financiar con el capital aportado por los accionistas.

Se obtiene mediante esta fórmula:

$$\text{Ratio de Apalancamiento} = \frac{\text{Activos}}{\text{Capital}}$$

Entonces:

$$\text{DUPONT} = \text{Margen de Utilidad} * \text{Rotacion del Activo Total} \\ * \text{Multiplicador del Patrimonio neto}$$

Po otro lado, para poder desglosar el efecto solamente de los gastos financieros – y con estos reconocer el efecto del financiamiento del MAV en la empresa- podemos desglosar la carga de la deuda con la siguiente formula:

$$\text{ROE} = \text{Ratio de apalancamiento} * \text{Ratio de activos} * \text{margen de utilidad} \\ * \text{carga por deuda}$$

Que sería lo mismo que:

$$\text{ROE} = \text{ROA no apalancado} * \text{carga por deuda} * \text{ratio de apalancamiento}$$

Fortalezas del modelo Dupont:

- Simplicidad. Una herramienta muy buena para ver cómo se puede tener un impacto en los resultados.
- Puede ser ligado fácilmente a los esquemas de remuneración.
- Puede ser utilizado para convencer a la gestión de tomar ciertas medidas

Limitaciones del análisis Dupont:

- Está ligada intrínsecamente a información contable
- De acuerdo con la información contable, que no son básicamente confiables.
- No incluye el costo de capital.

Objetivos del Modelo Dupont

- Realizar un control de la consecución de los objetivos financieros de la empresa vía un análisis financiero integral y comparativo entre los objetivos establecidos y los resultados obtenidos
- Establecer los parámetros que nos servirán de objetivos en el Planeamiento Financiero que realice una empresa

WACC y su determinación a través del modelo CAPM

El WACC, de las siglas en inglés Weighted Average Cost of Capital, también denominado coste promedio ponderado del capital (CPPC) es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros a la hora de valorar un proyecto de inversión, además muestra el coste del financiamiento que utiliza la empresa, es decir, el promedio o media ponderada de los

rendimientos exigidos por los accionistas y los prestamistas de fondos o de los costes de las fuentes de financiación que financian el capital invertido.

Así mismo, el WACC es un promedio ponderado del costo de la deuda de una empresa con la rentabilidad exigida por los accionistas, de esta manera el WACC se calcularía de la siguiente manera:

$$WACC = \frac{K_e * E + K_d * (1 - T) * D}{E + D}$$

En donde:

K_e = coste de los recursos propios o de capital

E = fondos propios

K_d = coste de la deuda

D = valor de la deuda

T = tasa impositiva de la empresa

Metodologías para determinar el Costo de Capital (COC)

El modelo CAPM²³ es el método más utilizado para la determinación del costo de oportunidad del accionista pese a diferentes críticas en la forma de su cálculo para países emergentes, una de las más importantes críticas es que debido a que uno de los supuestos de este modelo es que se realice en base a un mercado perfectamente competitivo y debido a la poca

²³ Capital Asset Pricing Model

liquidez de los mercados emergentes-como el caso peruano- el cálculo a través del CAPM carece de fundamentos eficientes para generar precios de mercado competitivo.

El cálculo del Cok mediante el CAPM se realiza mediante la siguiente relación:

$$K_E = r_f + \beta_E * (\text{Prima por riesgo de mercado})$$

Siendo:

Ke= costo de oportunidad de accionista

Rf= tasa libre de riesgo

Be= beta de la empresa (indicador de la variación de la rentabilidad de un activo frente a cambios en el mercado)

Sergio Bravo Orellana en su libro “El costo de capital en sectores regulados y mercados emergentes: Metodología y casos aplicativos” nos proporciona ciertos factores que es necesario tener en cuenta de manera adicional para el cálculo del COC en un país emergente.

Para el cálculo del COC en un país emergente se debe añadir los siguientes factores:

- Uso del beta desapalancado y apalancarlo de acuerdo a la estructura de la deuda patrimonio de la empresa objetivo.
- Recomienda el uso de los Treasury Bills a 3 meses, por su poca variabilidad de corto y mediano plazo
- Para hallar el rendimiento del mercado R_m se suele utilizar el índice S&P 500, que es un índice que incluye el comportamiento de las 500 acciones o activo financieros de mayor capitalización de mercado a nivel mundial
- Añadir la prima por riesgo del país correspondiente. El cálculo del COC con los datos antes mencionados se realiza para empresas que cotizan sus acciones en el

NYSE, para que sea aplicable al caso peruano se agrega este riesgo para para interiorizar el riesgo adicional que este representa

Adicionalmente, en el documento Bravo nos presenta un método que se puede utilizar para determinar el Costo de Capital en el caso de nuestras en empresas (que no tienen acciones listadas en bolsa):

Método del retorno esperado mediante el beta sectorial

Bravo explica que este método es aplicable cuando no se tiene referencia alguna sobre los rendimientos de una determinada empresa. Entonces se puede encontrar el COC a partir del análisis de empresas de sectores similares que coticen sus acciones en bolsa, como la Bolsa de Nueva York.

El método se basa en encontrar un COC promedio sectorial (en el que se desenvuelva la empresa efecto de análisis) para luego trasladarlo al país emergente, incluyendo como se expresó anteriormente el riesgo país de procedencia.

Este método tiene una gran ventaja debido a que puede aplicarse con empresas que no cotizan en bolsa, y teniendo en cuenta que el presente documento trata con empresas que sólo participan del mercado de valores a través de emisiones de instrumentos de deuda y no capital, este es un método aplicable para el cálculo del COC de las mismas.

Bravo advierte que se debe tener en cuenta que:

- El marco regulatorio de las empresas o sectores de referencia puede ser distinto a los del país objetivo.
- El riesgo de los países de referencia puede ser distinto debido a que el sector base puede tener diferentes condiciones estructurales como el desarrollo en un mercado oligopólico, monopolístico o de competencia perfecta.

- La diversificación de actividades de la empresa objetivo que estén incursionando en otros sectores.
- Al añadir el riesgo país se está suponiendo que la rentabilidad del negocio va tener completa covaribilidad con los movimientos económicos del país objetivo.
- Así mismo el añadir este riesgo puede ser excesivo debido a que el sector objetivo puede tener ciertas salvaguardas regulatorias que lo protejan ante variaciones de la economía del país.



Capítulo 4: Análisis financiero de las cinco empresas representativas

En el capítulo en mención se analizará los aspectos financieros más importantes de las cinco empresas objeto de investigación. Se analizará la evolución temporal de ratios financieros y se evaluará la gestión de las mismas a través del modelo Dupont.

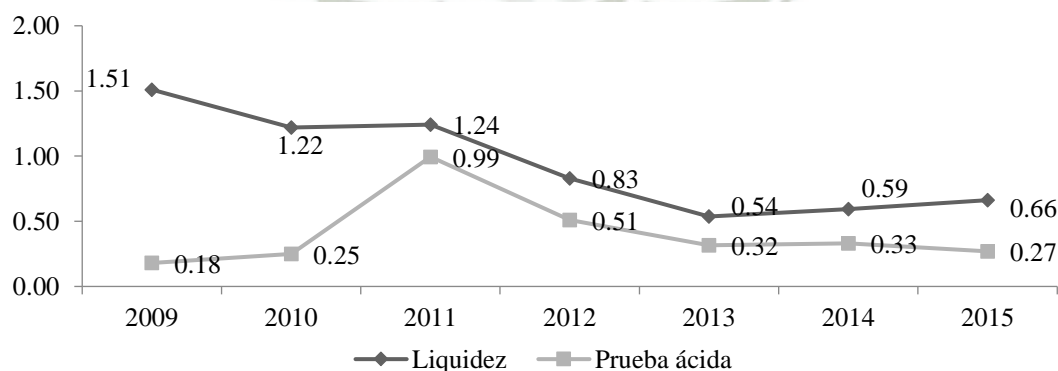
Agrícola y ganadera Chavín de Huántar

La empresa realizó la primera emisión de ICP en abril del 2013 por lo que se analizará primordialmente el estado financiero de la empresa antes y después de las emisiones en el MAV

Liquidez

La empresa presenta un estado de liquidez financiera generalmente decreciente del periodo 2009 al 2013, año en el cual ingresó al MAV; sin embargo, a partir de este año al 2015 se observa un crecimiento de su liquidez - de 0.54 a 0.66 – lo cual es una mejora en la capacidad de la empresa de hacerle frente a sus obligaciones corrientes. El ratio de prueba ácida muestra un comportamiento similar. La figura 6 muestra la evolución de ambos indicadores, representando una mejora en la liquidez de la empresa después del financiamiento.

Figura N° 6: Liquidez Chavín de Huantar 2009-2015



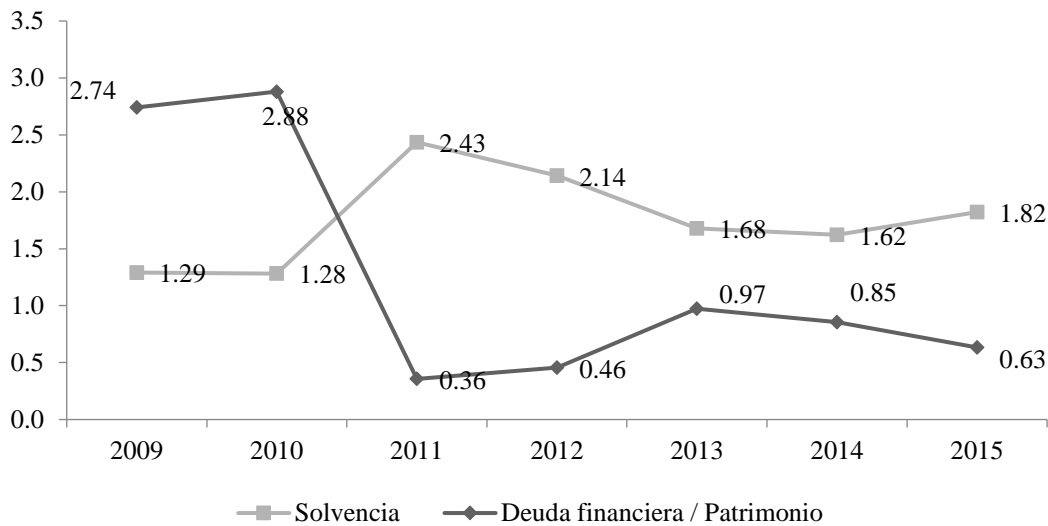
Fuente: PCR, SMV
Elaboración propia

Solvencia

Por otro lado, la capacidad de la empresa de hacerle frente a sus pasivos totales – representada en la Figura 7 -fue disminuyendo en el periodo del 2011 a 2014, sin embargo mostró un incremento en el último periodo registrado de 2015, siendo esta relación saludable para la empresa debido a que los activos totales son capaces de cubrir todos sus obligaciones Sin embargo, la relación deuda financiera/ Patrimonio muestra una disminución de 0.97 a 0.63 en los años de emisión de ICP, la razón de esta disminución es por el crecimiento del patrimonio de la empresa más no por una disminución significativa de la deuda financiera.

La empresa muestra un ratio de solvencia más saludable después del 2013, año en que ingresó al MAV.

Figura N° 7: Solvencia Chavín de Huantar 2009-2015



Fuente: PCR, SMV
Elaboración propia

La figura N°8 muestra el desglosamiento del ROE de Chavin de Huantar. La rentabilidad financiera más alta fue en el periodo 2011, después del financiamiento la rentabilidad más alta es en el primer año de incursión al MAV (2013) seguido del 2014

Se desglosará la rentabilidad en tres ratios importantes los cuales analizaremos cada uno independientemente:

ROA no apalancado: en los cinco periodos analizados este ratio ha sido positivo, siendo en el 2013- periodo en que la empresa ingreso al MAV – uno de los más altos de los cinco periodos (4.6%) superando la rentabilidad positiva del periodo anterior. esto debido a un mayor margen por ventas.

Es recalable que este margen fue el mayor debido a la reducción de costos, ocasionado por una disminución de un 10% del costo por ventas, pese a que el gasto por tipo de cambio aumento en más del 100%. Dentro del margen de ventas podemos observar que las ventas muestran un incremento en los cinco periodos; ligero crecimiento intertemporal en 2012 y 2013 (0.4% y 0.6% respectivamente) y un mayor crecimiento en 2014 y 2015 (5.5% y 10.3%). Si bien este crecimiento es positivo para la empresa, el crecimiento de los costos totales ha contrarrestado este resultado.

Por otro lado, el otro componente de este ROA – el retorno de la inversión, tiene un comportamiento creciente hasta el 2013 mientras que decreció hasta el 2015, la causa de la caída en el periodo de financiamiento en el MAV fue debido a un incremento mayor de los activos totales respecto a las ventas.

Carga por deuda: teniendo en cuenta que el peso de los gastos financieros es más ligero si el ratio de carga por deuda es más cercana a la unidad- o cercana a 0 en caso de tener una utilidad negativa. De acuerdo a esto las mejores posiciones de carga por deuda fueron en los periodos 2011,

2013 y 2015. Si bien este ratio no muestra mejora en los periodos de ingreso al MAV, el incremento de los gastos financieros se debe a una mayor pérdida por tipo de cambio.

Ratio de apalancamiento: este ratio aumenta hasta el 2014 y disminuye al 2015, este comportamiento es a causa del activo, debido a que se incrementó en un 21.9% en el 2015 respecto al 2014.

Análisis de WACC

Para el análisis del costo promedio ponderado de capital tanto en Chavin de Hantar como en las cuatro empresas siguientes utilizamos los datos de la Tabla N°13 de acuerdo a su respectivo periodo de análisis.

Tabla N° 13: Datos generales para cálculo del WACC

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
S&P 500	9.38%	9.67%	9.20%	9.73%	9.89%	9.84%	9.61%
3-month T.Bill	5.29%	5.23%	5.19%	5.13%	5.07%	4.99%	4.92%
10-year T. Bond	6.64%	6.58%	6.85%	6.80%	6.56%	6.70%	6.71%
Prima por riesgo país	3.00%	3.00%	3.00%	2.63%	2.85%	1.80%	1.85%

Fuente: Damodaran

Elaboración propia

En el cálculo del WACC se ha usado como tasa libre de riesgo a la tasa de los treasury billa a tres meses, recomendada por Sergio Orellana por su poca variabilidad a corto y mediano plazo.

Para conseguir el WACC se obtuvo los betas desapalancados por periodos del sector de agricultura, los cuales fueron apalancados con el ratio d/e propio de la empresa

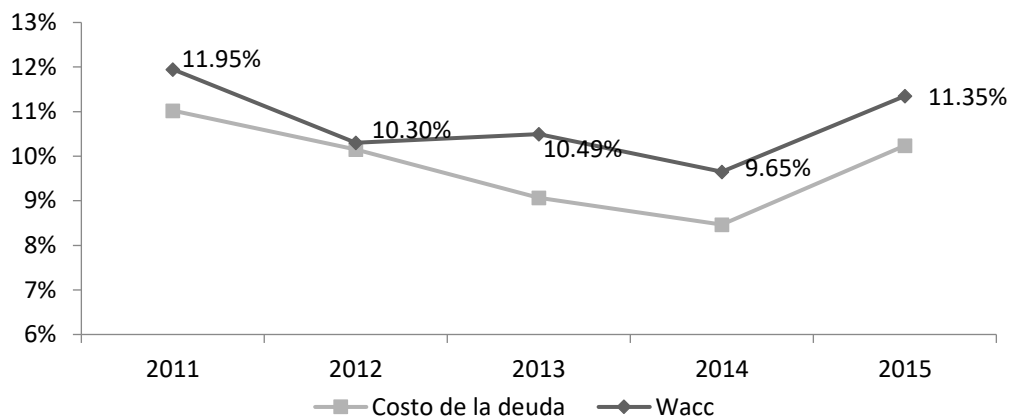
Tabla N° 13: Wacc para Chavin de Huantar

	2011	2012	2013	2014	2015
Farming/Agriculture	0.74	0.74	0.58	0.54	0.74
D/E ratio	0.77	0.53	0.83	0.81	0.77
Impuesto	0.30	0.30	0.30	0.30	0.28
Beta apalancado	1.69	0.59	1.98	1.65	1.76
Costo de capital	14.98%	10.47%	17.5%	14.79%	15.01%
Costo de la deuda	11.02%	10.15%	9.07%	8.47%	10.23%
Wacc	11.95%	10.30%	10.49%	9.65%	11.35%

Fuente: Damodaran
Elaboración propia

El WACC presenta un decremento permanente en los periodos 2011-2014, mientras que en 2015 se incrementa- debido a un préstamo excepcional a una tasa del 12% por un monto mayor a los 3 millones de nuevos soles. El aumento de WACC se ve influenciado especialmente por el aumento del costo de esta deuda.

Figura N° 9: Evolución del WACC Chavin de Huantar 2011-2015



Elaboración propia

Es importante resaltar la caída del costo de la deuda en el periodo de financiamiento del MAV, adicionalmente se muestra la influencia positiva del costo de la deuda en el WACC, ya que ponderando con la deuda de la empresa el costo promedio del capital se disminuye.

El decremento del costo promedio de capital es importante para la empresa debido a que por el costo de capital los proyectos de la empresa tendrán un valor mayor- evaluándolos a través del Valor Actual Neto.

A Jaime Rojas Representaciones

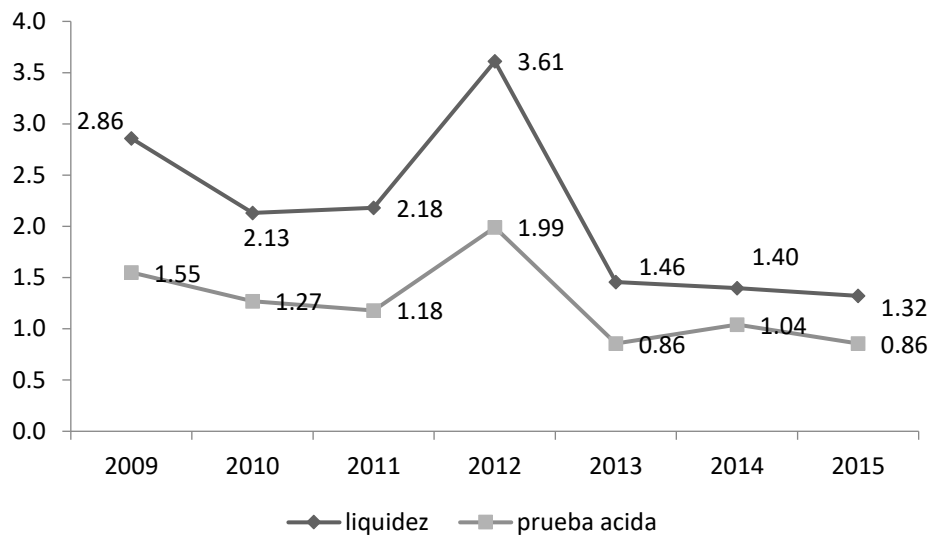
La empresa realizó la primera emisión de ICP en Enero del 2014 por lo que se analizará primordialmente el estado financiero de la empresa antes y después de las emisiones por el MAV

Liquidez

La empresa presenta un estado de liquidez financiera generalmente decreciente excepto por el año 2012 en el cual tuvo un pico alto en comparación con los otros años debido principalmente al aumento de la cuenta de caja y bancos, así como de las existencias de la empresa debido al crecimiento de su cartera de proyectos de equipamiento de hospitales y clínicas en ese año.

En los periodos de interés el ratio de liquidez presenta mayor estabilidad, más cercanía a la unidad. Por otro lado, el ratio de prueba ácida muestra un comportamiento similar, el comportamiento decreciente de estos ratios es principalmente debido al crecimiento de los pasivos corrientes, además de la naturaleza a mediano plazo de los proyectos con los que cuenta la empresa de proyectos de equipamiento médico.

Figura N° 10: Liquidez Jaime Rojas 2009-2015



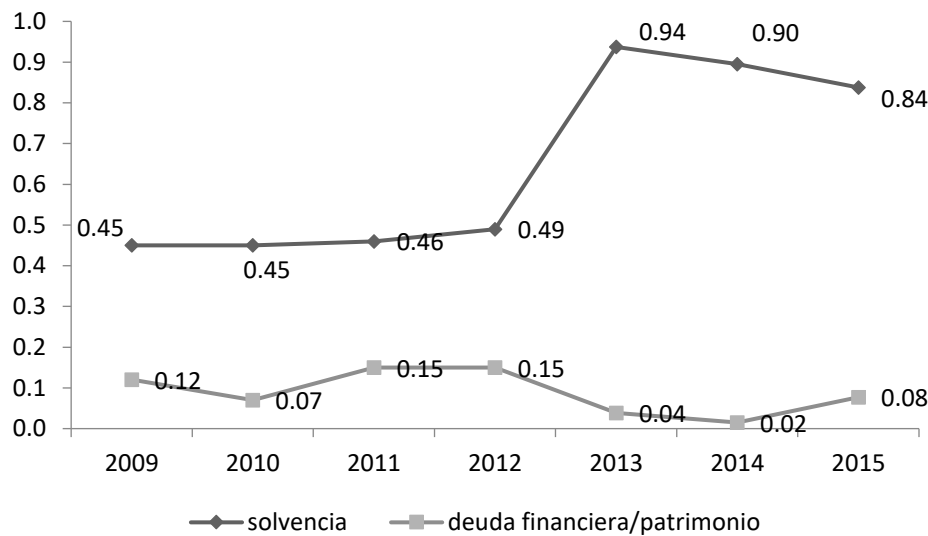
Fuente: PCR, SMV
Elaboración propia

Solvencia

Por otro lado, el aumento del endeudamiento comercial y financiero originó un deterioro en la solvencia de la empresa, como podemos ver en el grafico hay un incremento en el ratio de solvencia que se da en el 2013, siendo la causa principal el aumento considerable del pasivo, debido a los adelantos de fondos que recibe la empresa de sus clientes una vez hechas las licitaciones en el sector público.

La relación deuda financiera/ Patrimonio sufre una gran variación con respecto del años 2011 y 2012 al año 2013, ya que en el 2012 la empresa se obtuvo un préstamo de capital de trabajo y leasing para la compra de 5 inmuebles, aparte de contar con una línea de cartas de fianza.

Figura N° 11: Solvencia Jaime Rojas 2009-2015



Fuente: PCR, SMV
Elaboración propia

Análisis Sistema Dupont

El análisis Dupont muestra un resultado positivo de sus ratios en los tres periodos analizados, en 2014 decrece respecto al periodo anterior mientras que en el 2015 tiene el resultado contrario. Se desglosará la rentabilidad en tres ratios importantes los cuales analizaremos cada uno independientemente:

ROA no apalancado: la rentabilidad operativa se redujo en 2014 mientras que aumentó ligeramente en 2015, esto fue ocasionado por un comportamiento similar del margen por ventas, ya que las ventas se redujeron en 2014 (-9.5%) y por el contrario los costos aumentaron ligeramente significativa (1.2%); mientras que en el 2015 las ventas aumentaron un 15.1% y los costos aumentaron pero no en la misma cantidad influyendo positivamente en el margen de ventas.

Por otro lado, el ROA fue afectado negativamente por el retorno de inversión, debido a que este disminuyó en periodos 2014 y 2015, en el caso del 2014 debido a la antes mencionada

disminución de ventas- pese al crecimiento del activo- respecto al 2015 ambos ítems crecieron pero el crecimiento del activo fue mayor lo que ocasionó la disminución.

Carga por deuda: Esta carga mejoró en el 2014 - año de incursión al MAV- siendo más cercano a la unidad, en 2015 tiene un comportamiento similar. La razón de esta mejora es la disminución de los gastos financieros en ambos periodos en comparación con el 2013.



Análisis sistema Dupont

Figura N° 12: Análisis Dupont Jaime Rojas 2013-2015



Publicación autorizada con fines académicos e investigativos
En su investigación no olvide referenciar esta tesis

Elaboración propia

Ratio de apalancamiento: Este ratio creció en los periodos de incursión en el MAV- 2014 y 2015- en el 2014 creció 3.7% respecto al periodo anterior mientras que en el 2015 creció 12.4% respecto al 2014; la causa de este incremento fue un aumento de los activos que supero al aumento del patrimonio.

Análisis de WACC

El costo promedio ponderado de capital presenta un decremento continuo del 2013 a 2015 pese al incremento de la sensibilidad al mercado por parte de la empresa. Este resultado ha sido influenciado por el costo de capital- el cual presenta también un decremento por la mencionada disminución de la beta.

Por otro lado, también ha sido influenciado por el costo de la deuda- la cual ha disminuido al 2014 y aumentado al 2015 -aunque pese a esto no supera el costo de deuda anterior a la incursión al MAV-.

Cabe resaltar la influencia que ha tenido el costo de deuda en el WACC, ya que al promediarlo con la relación de deuda capital de la empresa, el costo de deuda ha ocasionado una disminución en el costo promedio ponderado de capital de la empresa.

La disminución del WACC es positiva para el análisis de factibilidad de proyectos que pueda realizar Jaime Rojas, debido influencia positiva en el valor neto actual de los proyectos.

Tabla N° 14: Desarrollo del WACC 2013-2015

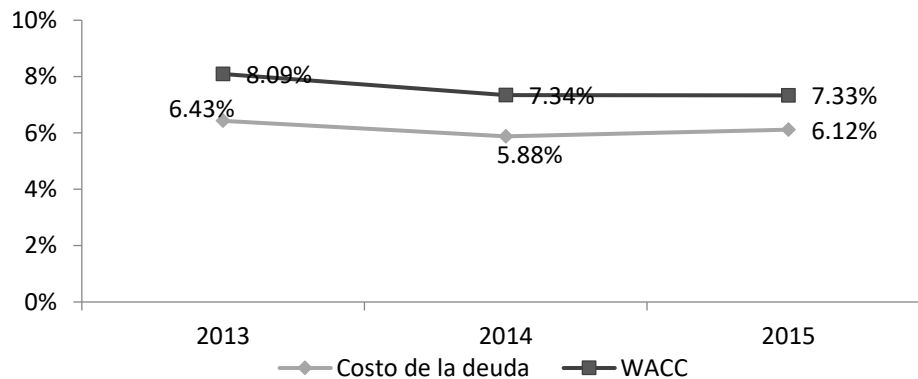
	2013	2014	2015
Hospitals/Healthcare Facilities	0.74	0.93	0.95
D/E ratio	0.17	0.25	0.22
Impuesto	0.30	0.30	0.28
Beta apalancado	0.11	0.21	0.19
Costo de capital	8.44%	7.82%	7.68%
Costo de la deuda	6.43%	5.88%	6.12%
WACC	8.09%	7.34%	7.33%

Elaboración propia

Fuente: Damodaran

La Figura N°13 muestra el decrecimiento tanto del WACC como del costo de deuda, así como la influencia que tiene el costo de deuda en el WACC- ya que debido a que el costo de deuda está por debajo del costo de capital ocasiona que el costo ponderado disminuya.

Figura N° 13: Evolución de WACC vs costo de deuda



Elaboración propia

Triton Trading

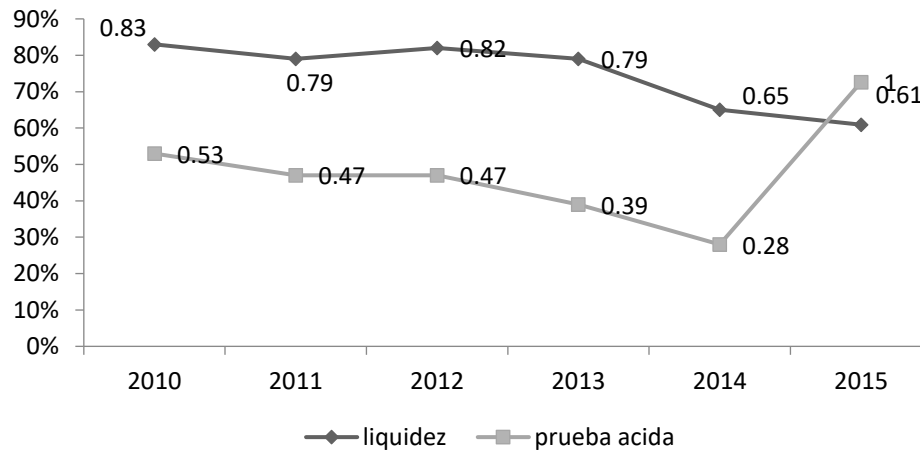
La empresa realizó la primera emisión de ICP en Enero del 2014 por lo que se analizará primordialmente el estado financiero de la empresa antes y después de las emisiones por el MAV

Liquidez

La empresa presenta un estado de liquidez financiera generalmente por debajo de la unidad y como consecuencia del giro de la empresa casi siempre se encontrara en déficit dados los niveles de inversión que requiere la empresa, también debido al crecimiento de los pasivos corrientes comparado con los activos corrientes; además como se puede observar en el 2014, año en el cual la empresa ingresa en el MAV, hay una mayor disminución en la liquidez de la empresa, debido a una contracción de las ventas de ese año lo que hizo que la capacidad de la empresa para generar fondos disminuyera.

Lo mismo sucede con el ratio de prueba acida que tiene una mayor variación en el año 2014.

Figura N° 14: Liquidez Triton Trading 2009-2015



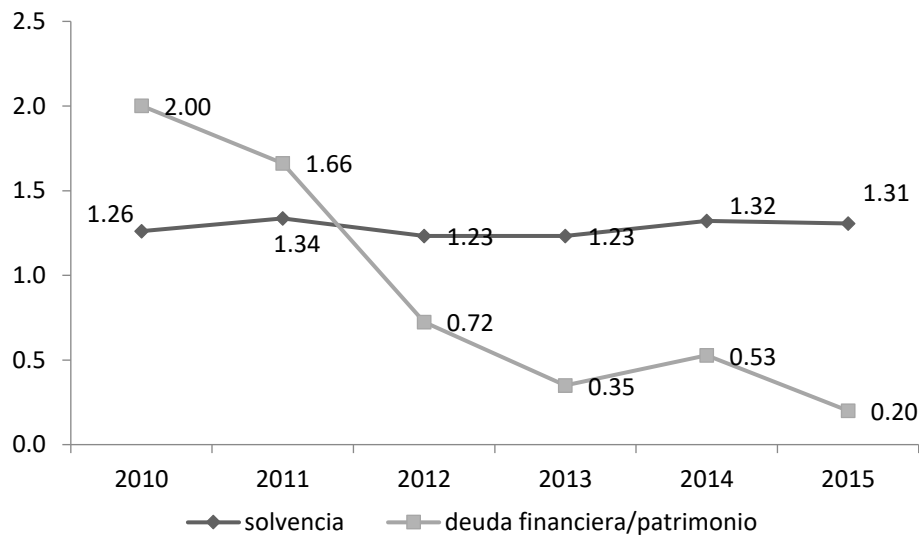
Fuente: PCR, SMV
Elaboración propia

Solvencia

El nivel de deuda presenta características decrecientes ya que las obligaciones financieras a largo plazo disminuyeron a través de los años.

Triton Trading financia más del 70% de sus activos con terceros para poder cubrir su gran necesidad de inversión que requiere el negocio a fin de poder cubrir su demanda.

Figura N° 15: Solvencia Triton Trading 2010-2015



Fuente: PCR, SMV
Elaboración propia

Análisis sistema Dupont

El análisis Dupont muestra un ROE negativo para el periodo análisis inicial 2012 mientras que los dos años posteriores 2013 y 2014 se muestra un alto crecimiento del mismo mostrando la mejora en la rentabilidad financiera de la empresa; por otro lado en 2015 -periodo final de análisis- se retorna a un ROE negativo.

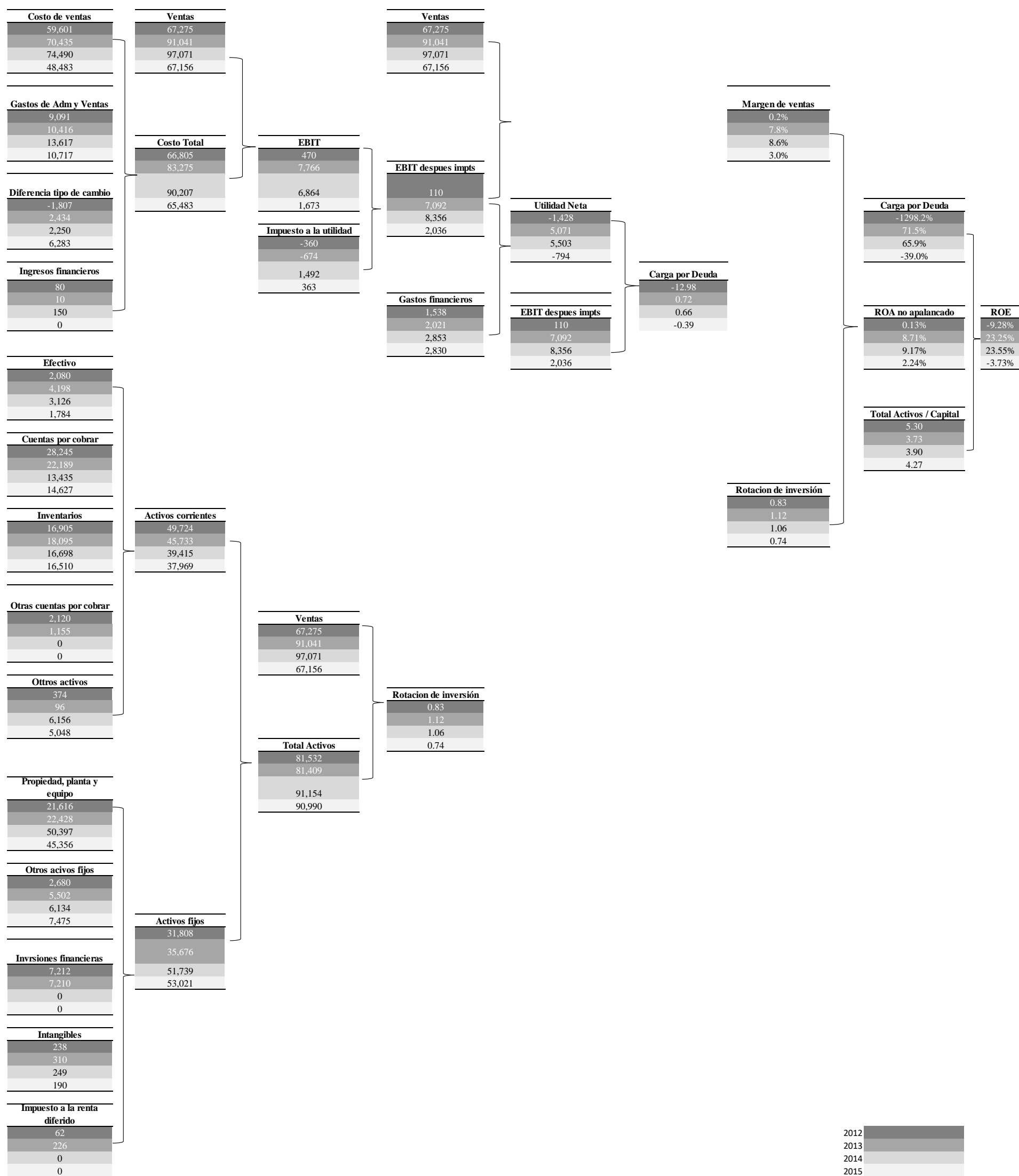
Analizaremos cada uno de los factores responsables de estos resultados:

ROA no apalancado: este ratio se muestra antes de la incursión en el MAV -2012- como el menor de los cuatro periodos analizados (0.13%), mientras que la mayor rentabilidad económica se presenta en el 2014 (9.17%) – año de incursión. Respecto al 2015 esta rentabilidad ha disminuido hasta llegar al 2.2%.

Esta rentabilidad ha sido influida directamente por el margen de ventas la cual ha sido mínima en los periodos más bajos de rentabilidad económica, siendo en 2013 0.2% y en 2015 3%. En 2015 debido a una disminución de las ventas del 30.8%.



Figura N° 16: Análisis Dupont Triton Trading 2012-2015



Elaboración propia

Otro factor que influyó en el ROA fue la rotación de inversión la cual se reduce en el 2014 y 2015, debido a un aumento del activo en el 2014 y a la disminución de ventas antes mencionada en el 2015.

Carga por deuda: La carga por deuda fue menos pesada para la empresa en los periodos 2013 y 2014, mientras que en el 2015 fue ligeramente más pesada (-0.39) es decir no fue muy cercana a cero por lo que perjudicó la utilidad neta de la empresa. La causa directa del aumento de esta carga fue a una caída del EBIT debido a la reducción de las ventas en 2015.

Ratio de apalancamiento: este ratio fue mayor en los periodos anteriores a la incursión mientras que en el 2014 y 2015- periodos de incursión en el MAV- disminuyó, debido a un aumento mayor del patrimonio respecto al activo.

Análisis de WACC

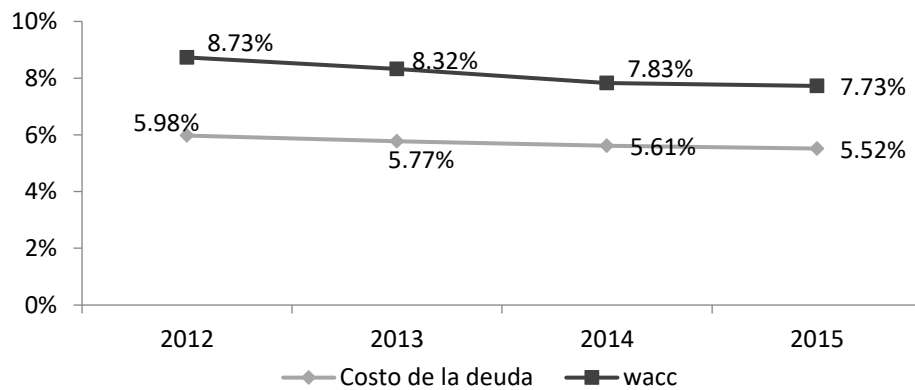
Del 2012 al 2015 el costo promedio ponderado de capital presenta una disminución continua pese al incremento del beta sectorial, este comportamiento es influenciado por la disminución intertemporal constante del costo de la deuda de Triton

Tabla N° 15: Desarrollo del WACC Triton Trading 2012-2015

	2012	2013	2014	2015
Machinery	1.32	1.04	1.42	1.35
D/E ratio	0.65	0.65	0.73	0.71
Impuesto	0.30	0.30	0.30	0.28
Beta apalancado	1.71	1.33	2.61	2.38
Costo de capital	13.83%	12.96%	13.65%	13.12%
Costo de la deuda	5.98%	5.77%	5.61%	5.52%
Wacc	8.73%	8.32%	7.83%	7.73%

Fuente Damodaran
Elaboración propia

Figura N° 17: Evolución WAC vs. costo de deuda Triton Trading



Elaboración propia

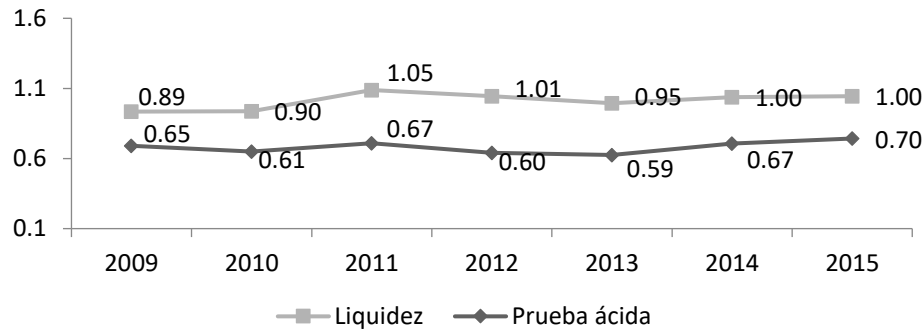
Medrock Corporation

Medrock incursionó en el MAV en febrero de 2014 por lo que se analizará primordialmente el estado financiero de la empresa antes y después de la entrada en este segmento del mercado de valores.

Liquidez

La empresa presenta una liquidez igual a la unidad en el 2014 como el 2015, lo que representa un incremento del ratio de liquidez respecto al periodo 2013. Así mismo, sin tener que realizar los inventarios el incremento de la liquidez es aún mayor pasando de 0.59 a 0.70 – la cual es el mayor ratio de prueba ácida en todo el periodo de análisis. Estos incrementos nos indican una mejora en la capacidad de la empresa para hacerle frente a sus obligaciones a corto plazo.

Figura N° 18: Liquidez Medrock 2009-2015

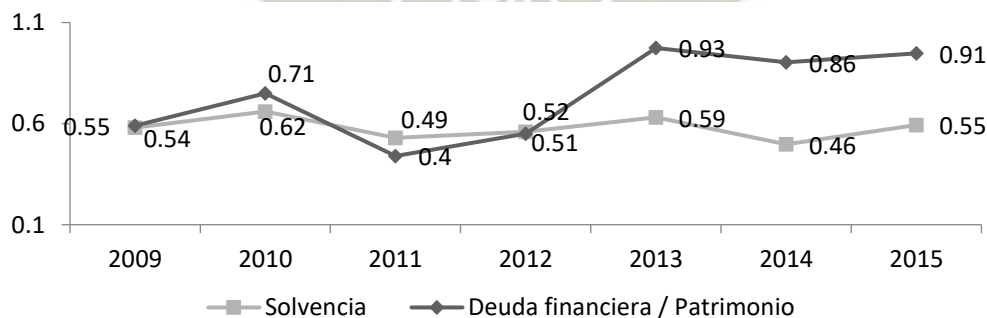


Fuente: PCR, SMV
Elaboración propia

Solvencia

Por otro lado, la capacidad de Medrock de hacerle frente a sus obligaciones totales – representada en la Figura N°19-tuvo un incremento regular en el periodo del 2011 a 2013, sin embargo mostró un decremento en el último periodo registrado de 2014-siendo este el más bajo del periodo analizado. Por otro lado, la relación deuda financiera/ Patrimonio se muestran bajos en periodos anteriores a la emisión de ICP, mientras que desde el 2013 al 2015 este ratio es de los mayores de los últimos siete años.

Figura N° 19: Solvencia Medrock 2009-2015



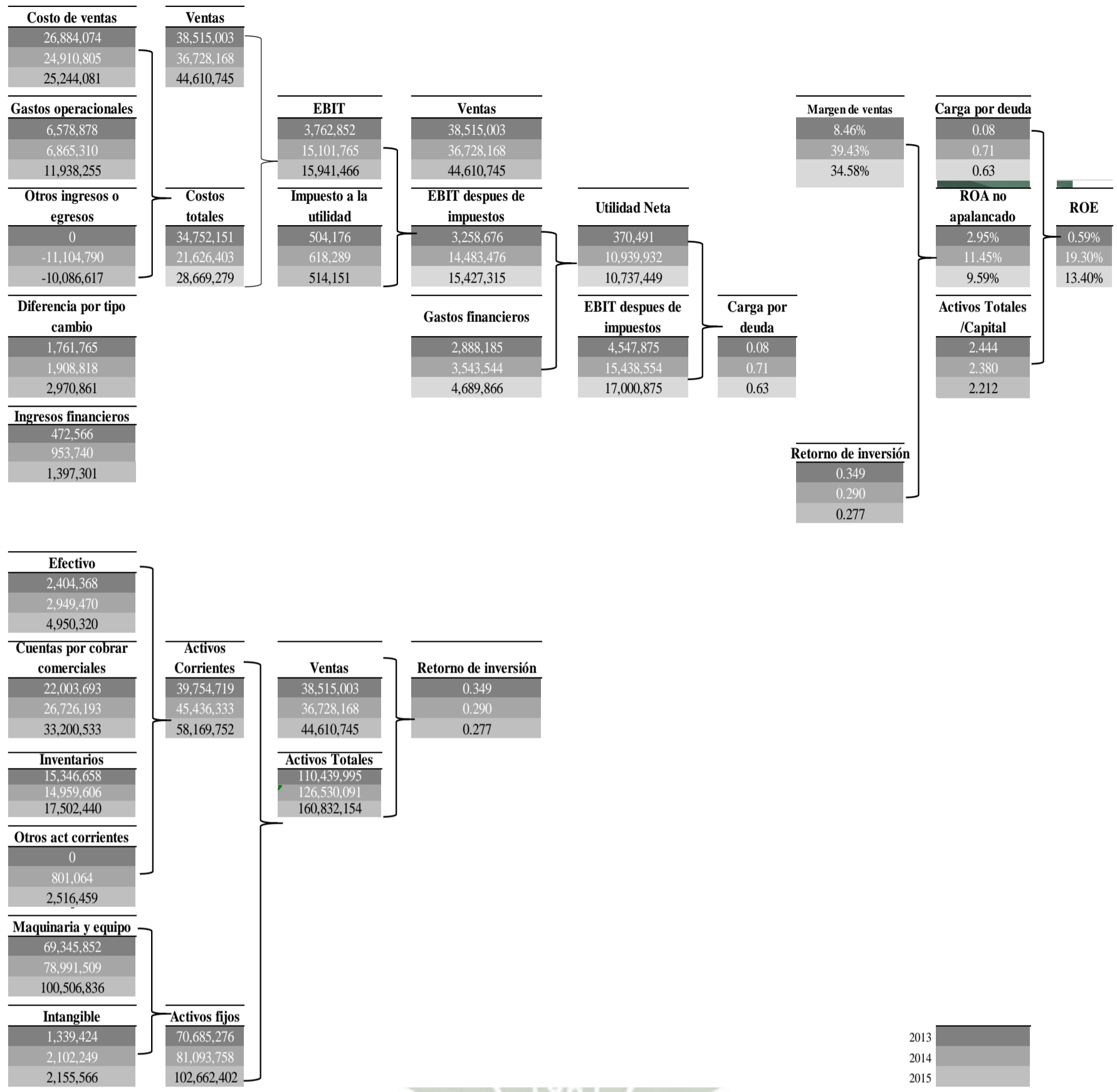
Fuente: PCR, SMV
Elaboración propia

Análisis sistema Dupont

El desglosamiento del ROE se muestra en la Figura N°20. La figura muestra un alto incremento del ROE en los periodos 2014 y 2015 periodos de incursión en el MAV, que pasa a un 19.3% y 13.4% respectivamente frente al 0.59% de 2013. Veremos los tres ratios causantes de estos resultados:

ROA no apalancado: este ratio tuvo un aumento significativo en el 2014- ya que se triplico mientras que en el 2015 tuvo una ligera disminución del 18.4%. La causa de estos movimientos fue primeramente el comportamiento similar del margen de ventas ocasionada por una disminución de los costos (37.8%) mayor a la disminución de las ventas (4.6%) en el periodo 2014- esto debido a ingresos por operaciones discontinuadas; mientras que en el 2015 se presenta un incremento de ventas (21.5%) pero el aumento de costos (32.6%) contrarresta este incremento resultando la disminución de las ventas.

Figura N° 20: Análisis Dupont Medrock 2012-2015



Elaboración propia

Por otro lado el retorno de la inversión impacto negativamente en esta rentabilidad debido a su disminución ocasionada por un aumento de activos totales tanto de corto como de largo plazo.

Carga por deuda: Este ratio noto mejora en los periodos de incursión al MAV – 2014 y 2015- debido a que la carga de los gastos financieros fueron menores que en el periodo anterior. La causa directa de este resultado fue el enorme crecimiento del EBIT después de impuestos que se triplicó al 2014 e incremento ligeramente al 2015, mientras que los gastos financieros crecieron en ambos periodos en 22,7% y 32.3%.

Ratio de apalancamiento: muestra una disminución en ambos periodos de incursión 2014 y 2015, siendo ocasionado por un aumento en los activos de la empresa.

Análisis del WACC

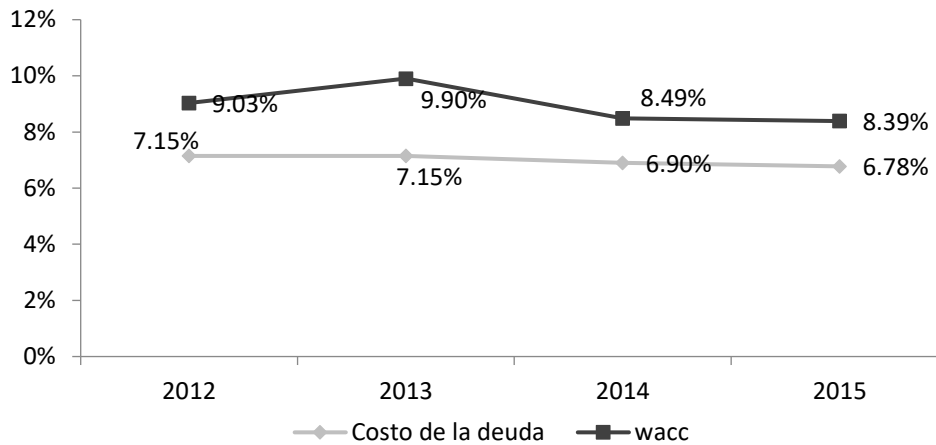
Tabla N° 16: Cálculo del WACC Medrock 2012-2015

	2012	2013	2014	2015
Drugs (Pharmaceutical)	0.94	1.34	0.97	0.99
D/E ratio	0.34	0.48	0.46	0.48
Impuesto	0.30	0.30	0.30	0.28
Beta apalancado	0.33	0.88	0.58	0.65
Costo de capital	12.10%	14.38%	11.48%	11.41%
Costo de la deuda	7.15%	7.15%	6.90%	6.78%
Wacc	9.03%	9.90%	8.49%	8.39%

Elaboración propia

La tabla y figura muestran un incremento del WACC al 2013 ocasionado por un aumento del costo de capital- esto debido al incremento del beta del sector y por lo tanto del costo de capital de la empresa. Después de este periodo en 2014 y 2015 el WACC presenta una disminución ocasionada por el retorno del beta a valores anteriores y a la disminución del costo por deuda.

Figura N° 21: WACC vs costo de deuda 2012-2015



Elaboración propia

La figura muestra la disminución del costo de la deuda de Medrock en los periodos de incursión al MAV. Lo que ocasiona una disminución del costo promedio ponderado de capital. Se concluye también que el costo por deuda de la empresa contrarresta el WACC de la empresa.

Epyme Inversiones La Cruz

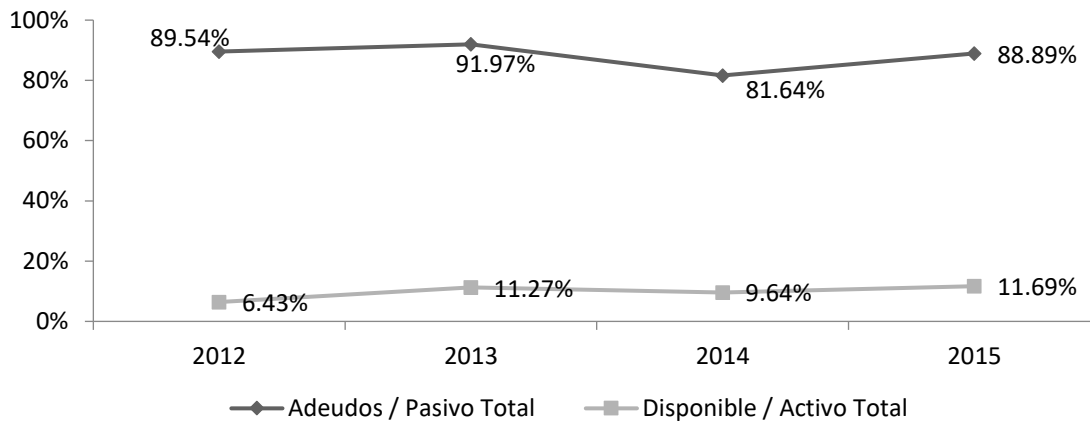
Inversiones La Cruz incursionó en el MAV a fines del 2014 por lo que se analizará fundamentalmente el estado financiero de la empresa del periodo 2015 comparado con periodos anteriores que no se financió mediante este segmento.

Liquidez

La capacidad de Inversiones La Cruz de hacerle frente a sus pasivos corrientes sufrió una caída en el periodo 2014 – la cual dio como resultado la menor liquidez respecto a índices de periodos anteriores-, sin embargo en el 2015 esta liquidez se ha recuperado de 81.64% a 88.89%.

/

Figura N° 22: Liquidez Inversiones La Cruz 2012-2015

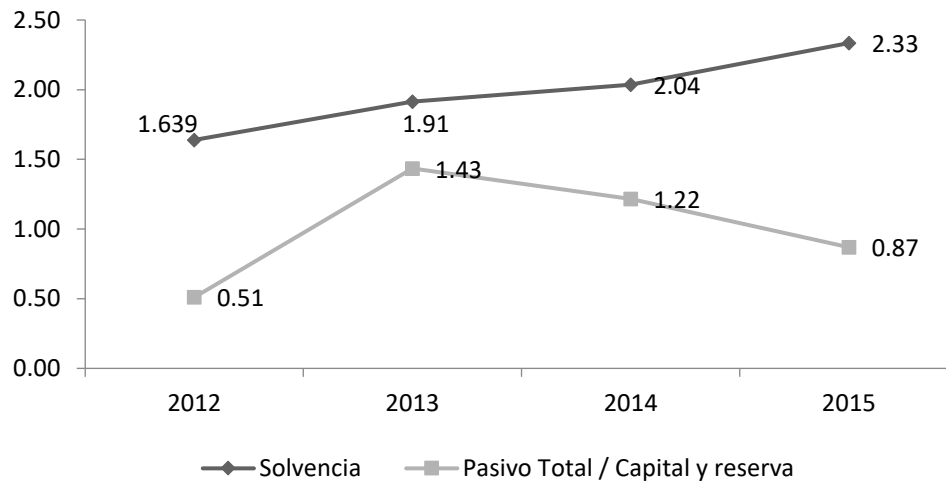


Fuente: PCR, SMV
Elaboración propia

Solvencia

En cuanto a la solvencia, la empresa una clara tendencia a aumentar a lo largo de los cuatro últimos periodos. Lo que representa un aumento de la capacidad de la empresa de hacer frente a las obligaciones con sus clientes a largo plazo, esta tendencia fue dada con un incremento mayor del activo que del pasivo motivado principalmente por el crecimiento de la cartera de créditos neta.

Figura N° 23: Solvencia Inversiones La Cruz 2012-2015



Fuente: PCR, SMV
Elaboración propia

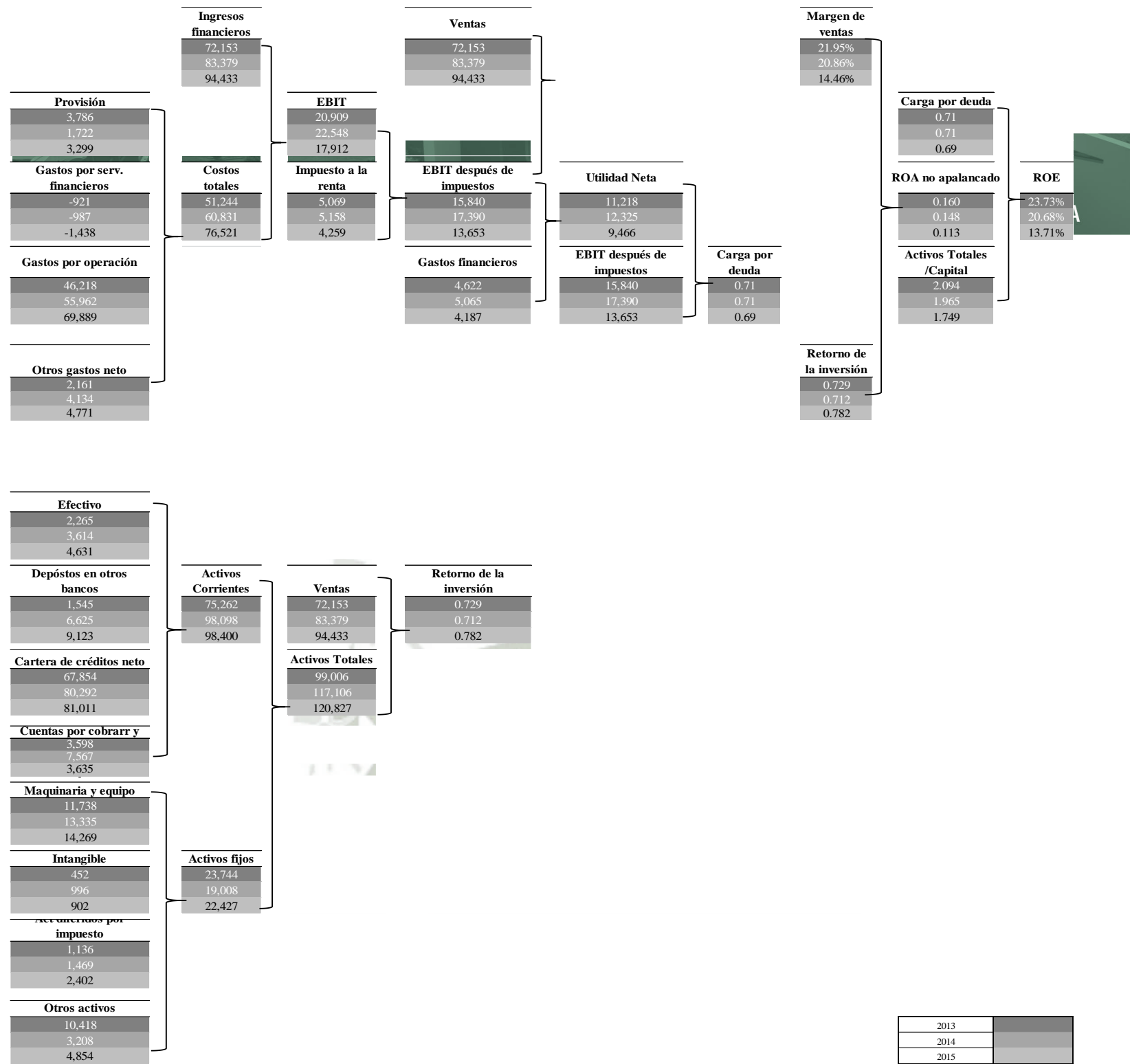
Análisis Sistema Dupont

El rendimiento financiero muestra una disminución intertemporal en los tres periodos de análisis pasando de un 23.73% en 2013 a 20.68% y 13.71% en 2014 y 2015 respectivamente, influenciado por los tres ratios siguientes:

ROA no apalancado: este elemento de ROE muestra una disminución en el 2014 y 2015 ocasionado por el comportamiento similar del margen de ventas., pese al aumento de las ventas en ambos años (15.6% y 13.3 % respectivamente) que fue contrarrestado por un aumento aún mayor de los costos (18.7% y 25.8%) específicamente en los gastos por operación de la empresa en los que resaltan los gastos por persona y directorio y gastos por servicio de terceros.

Mientras que el retorno de la inversión muestra una caída en 2014 debido a un aumento mayor de los activos totales que de las ventas, y un incremento en el 2015 debido a un aumento de ventas mayor que de los activos totales.

Figura N° 24: Análisis Dupont Inversiones la Cruz 2012-2015



Elaboración propia



Carga por deuda: muestra una ligera mejora en el 2014, es decir es más cercana a la unidad mientras que en el 2015 la carga por deuda muestra un ligero aumento, es decir los gastos financieros son más pesados. Este resultado es debido a que en el 2014 el crecimiento del EBIT (9.8%) fue mayor que los gastos financieros (9.6%) mientras que en el 2015 la disminución del EBIT (21.5%) fue mayor a la disminución de los gastos financieros (17.3%).

Ratio de apalancamiento: muestra también una disminución en los periodos de incursión al MAV- 2014 y 2015- esto ha sido ocasionado por un aumento del patrimonio mucho mayor al aumento de los activos

Análisis del WACC

Tabla N° 17: Cálculo del WACC 2013-2015

	2013	2014	2015
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	0.98	0.43	0.39
D/E ratio	0.57	0.54	0.45
Impuesto	0.30	0.30	0.28
Beta apalancado	0.92	0.35	0.23
Costo de capital	12.63%	8.87%	8.61%
Costo de la deuda	11.13%	10.70%	9.13%
Wacc	11.77%	9.92%	8.91%

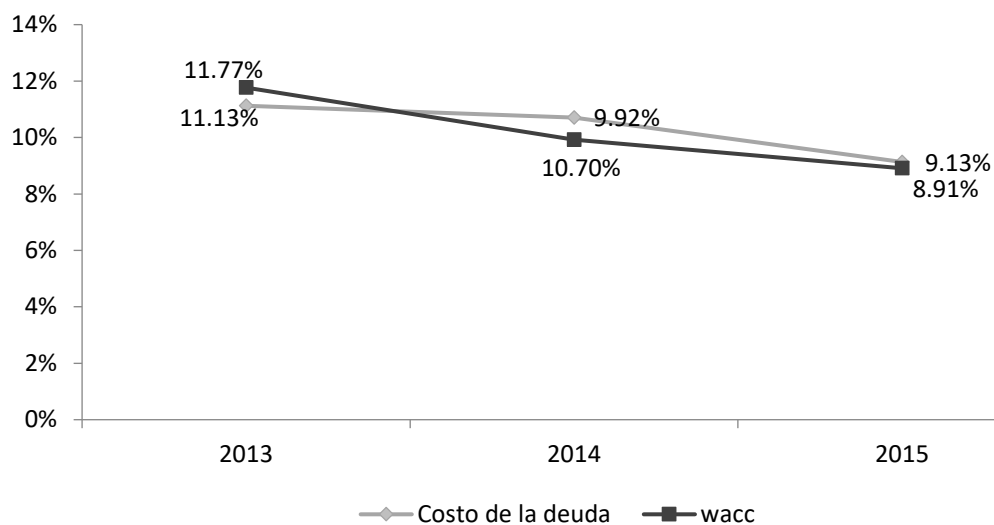
Elaboración propia

El WACC presenta un gran decremento del periodo 2014 respecto al 2013, ocasionado por un decremento del costo del capital- debido a la disminución del beta del sector y por tanto del beta de la empresa.

Por otro lado, el costo de deuda también presenta una disminución en los periodos de incursión al MAV.

En el periodo 2013 el costo por deuda contrarresta al costo de capital haciendo que el WACC sea menor que este, mientras que en los dos periodos siguientes en efecto del costo por deuda es el contrario debido a que el costo por deuda es mayor al costo de capital.

Figura N° 25: WACC vs costo de la deuda Inversiones La Cruz, 2013-2015



Elaboración propia



Conclusiones

Chavín de Huántar

- Al ser la primera empresa en emitir valores en el MAV la empresa Chavín de Huántar marca un precedente, su ingreso al MAV fue exitoso.
- Analizando las 13 emisiones que realizó la empresa Chavín de Huántar podemos concluir que sus emisiones han sido exitosas, principalmente porque la demanda superó en muchos casos a la oferta -llegando a cuadruplicar el monto de la oferta-, siendo este un síntoma del gran interés que el mercado está teniendo por este tipo de instrumentos de corto plazo que cuentan con un mayor riesgo pero que ofrecen una mayor rentabilidad.
- Se ha comprobado que la TCEA del financiamiento en el MAV es mucho menor que la tasa a través de un financiamiento indirecto.
- El ROE de la empresa presenta gran variabilidad, no muestra una tendencia de mejora ni antes ni después de la incursión en el MAV (llegando a ser negativo en los periodos 2012 y 2015). La falta de la capacidad de la empresa para generar valor para sus propietarios se ve principalmente afectado por la inestabilidad en la utilidad neta de la empresa. Estos resultados son producto, en primer lugar del peso del costo de ventas en los costos totales de la empresa y en segundo lugar del incremento de los gastos por diferencias de tipo de cambio.
- En cuanto al costo de capital en que ha incurrido la empresa, en el periodo de análisis ha presentado una disminución a partir de la incursión al MAV, ocasionado por la disminución del costo de la deuda, es decir de una mejora en la tasa promedio ponderada del financiamiento que tiene la empresa, lo que demuestra el beneficio que ha tenido el financiamiento directo para esta empresa.

Jaime Rojas

- Analizando las 5 emisiones que realizó la empresa Jaime Rojas podemos concluir que sus emisiones han sido exitosas, llegando a triplicar la oferta de estos valores de corto plazo, por ello se verifica que este nuevo mercado es atractivo para los inversionistas y que como en el caso de la empresa Chavín demuestra que pese al riesgo de estos instrumentos de corto plazo; hay inversionistas capaces de adquirir este riesgo para obtener una mayor rentabilidad.
- El rendimiento de los inversionistas presenta una caída en el 2014 y una mejora en el 2015. La causa de esta disminución, es la disminución del ROA no apalancado, afectado principalmente por una disminución de 9.5% en las ventas en 2014, y de un aumento importante de los activos totales, primordialmente corrientes por el aumento de las cuentas a cobrar comerciales, producto de cambios en las políticas de crédito de la empresa. Es decir, el rendimiento de los inversionistas no ha sido afectado negativamente por los gastos financieros de la empresa.
- Además la empresa presenta una mejora continua en la carga por deuda que mantiene, que representa una reducción en los gastos financieros de la empresa.
- Finalmente, la empresa presenta una disminución en el costo promedio de capital, ocasionado principalmente por la baja del costo de la deuda lo que demuestra el beneficio de la incursión en el MAV.

Triton Trading

- Analizando las 4 emisiones que realizó la empresa Tritón Trading, podemos concluir que estas han sido exitosas, los papeles comerciales emitidos por la empresa son atractivos a los inversionistas, y esto se demuestra con una demanda que triplicó la oferta de valores.
- El ROE es alto en los años 2013 y 2014, sin embargo existe una importante caída- siendo negativo en el 2015, esto debido primeramente al incremento de carga por deuda y a la caída de ROA no apalancado. Sin embargo, el incremento de la carga por deuda, es causado por un aumento de los gastos por diferencia de cambio más no de los gastos financieros que ha contraído la empresa, además ha sido afectada debido a la disminución de las ventas en 2015; reflejando que la capacidad de la empresa de generar rentabilidad ha sido afectado principalmente por factores externos.
- El WACC de la empresa presentan decrementos constantes durante el periodo de análisis, pese a que el costo de capital no tiene este comportamiento constante; por lo que la causa del decremento del WACC, es la disminución constante del costo de deuda que ha tenido la empresa; también causado por la mejora de la tasa promedio en que la empresa está financiando sus actividades.

Medrock

- Analizando las 8 emisiones que realizó la empresa Medrock podemos concluir que sus emisiones han sido exitosas, porque más del 50% de emisiones la demanda superó a la oferta. Además observamos que en el año 2014 emitió papeles comerciales a la tasa más baja del MAV de ese año, lo que es conveniente para esta empresa ya que marca un precedente para sus futuras emisiones, es un síntoma de buena capacidad de pago, lo que

la hace más atractiva para los inversionistas y es precedente para que Medrock siga financiándose a bajas tasas.

- Al empresa presenta una evolución regular de su ROE en el periodo de entrada al MAV, pese a una leve caída en el último periodo; se concluye que Medrock está siendo eficiente en sus operaciones y generando valor para los inversionistas.
- La mejora de la empresa es debido a la mejora en carga por deuda causado por una mejora en las ventas de la empresa que no es contrarrestado por un mayor gasto financiero.
- El costo promedio ponderado de capital de Medrock presenta un incremento en 2013 y en los siguientes periodos un ligero decremento. Sin embargo el costo promedio de la deuda presenta ligeros decrementos contantes a lo largo del periodo de análisis, reflejando el beneficio directo de incursión en el MAV.

Inversiones La Cruz

- La emisiones de la quinta empresa han sido igual de exitosas que las anteriores ya que la demanda supera la oferta y porque esta empresa es la segunda empresa con mayor rentabilidad obtenida en el 2015, lo que es atractivo para los inversionistas ya que podrán obtener una mayor rentabilidad de estos instrumentos de corto plazo.
- El ROE de Inversiones la Cruz, pese a ser positivo los tres periodos analizados, presenta una disminución que se mantiene en los dos periodos de ingreso a MAV; esta disminución se ha debió a un aumento de la carga por deuda que mantuvo a empresa. La razón de esta disminución es el aumento de costos específicamente de los costos operativos (más hondamente gastos de personal y directorio y de servicios recibidos por terceros).

- El WACC de la empresa presenta importantes disminuciones en el periodo de análisis, esto debido al costo de capital y costo de deuda. Siendo concluyente la disminución del costo de deuda en los periodos de financiamiento directo.



Conclusiones Generales

- Las cinco empresa estudiadas han tenido un desenvolvimiento favorable en el Mercado Alternativo de Valores, debido a que en sus emisiones la demanda supero la oferta, lo que nos indica lo atractivos que son estos ICP para los inversionistas, pese al mayor riesgo al que están expuestos, ya que la rentabilidad que obtienen de estos instrumentos es mayor al rendimiento promedio de los demás instrumentos de corto plazo en el mercado.
- El análisis financiero no muestra una tendencia general anterior y posterior al financiamiento en el MAV, existen diversos factores como cambios en las ventas, incrementos en los costos de ventas, costos operativos y perdidas por tipo de cambio que llevan a un rendimiento del inversionista variable.
- El ingreso al MAV ha permitido a todas las empresas la reducción de su costo por deuda y por ende la disminución del costo de capital de las empresas.
- Además observamos que la tasa de costo efectivo que ofrece el MAV es mucho más rentable que la tasa que conseguirían estas empresas en el mercado financiero actual, esto se muestra en la comparación de las tasas de financiamiento directo con las tasa que tendría al realizar un financiamiento similar en el sistema bancario, podemos darnos cuenta de que estas empresas conseguirían el mismo financiamiento a tasas mucho más elevadas que las que consiguieron en el MAV

Recomendaciones

Según la investigación algunas recomendaciones a brindar son las siguientes:

- La información publicada sobre las empresas analizadas es escasa, esto es desfavorable para los inversionistas al momento de tomar una decisión para invertir y para los empresarios paraa tomar la decisión de un financiamiento directo., mientras que en diferentes países como Estados Unidos la casa de bolsa en los mercados financieros es la encargada de realizar el *research*, es decir que brinda información para que los inversionistas puedan tomar decisiones inteligentes en el mercado, cosa que no sucede en el mercado peruano.
Por lo que se plantea la creación de un equipo encargado de research en la bolsa de valores peruana, en especial en el mercado alternativo de valores, de esa manera incentivar a mas inversionistas a participar en este mercado ydar más confianza a empresas para listar en el mismo.
- Además falta dar mayor incentivo a este nuevo segmento para que más empresas sepan de que se trata y como los puede favorecer en la necesidad de conseguir capital a menor costo. Por lo que se requiere brindar más facilidades para que las empresas que aún no se han inscrito en este mercado puedan integrarse tales como:
 - Brindar charlas y capacitaciones tal vez con los funcionarios y ejecutivos de las empresas que ya emitieron valores en el MAV para que puedan resolver las dudas o aconsejar a las empresas que planean entrar a este mercado pero que no están muy decididas.

Bibliografía

Libros:

- Oriol, Amat (2008).
“Análisis de Estados Financieros”. 8va Edición. Ediciones Gestión p.14.
- Gitman, Lawrence (2007)
“Principios de Administración Financiera”. Pearson. Décimo Primera edición. México.
- Meigs et al (2001)
“Contabilidad: La base para las decisiones gerenciales”. McGraw-Hill. Decimoprimer edición.
- Aching, Cesar (2005)
“Ratios financieros y matemática de mercadotecnia”. Primera edición. Editorial Prociencia y cultura S.A
- Sergio BRAVO (2004)
“El costo de capital en sectores regulados y mercados emergentes: Metodología y casos aplicativos”
- Rodríguez, Manuel A. y ACANDA Yasser :
“Metodología Para Realizar Análisis Económico Financiero en una Entidad Económica”
- Ehrhardt, Michael. y Brigham, Eugene
“Financial Management: Theory and Practice”. Cap. 3
- Lawrence J. Gitman:
“Principios de Administración Financiera”. Cap 2.

- Suarez, Marcelo:

“Fundamentos del Análisis Financiero” de la Maestría en Administración Financiera, de la Universidad Centroamericana “José Simeón Cañas”, ciclo I-2012.

Artículos de internet

- MEF

(s.f) “Conceptos Básicos sobre el Mercado de Valores”: Obtenido En:
<<https://mef.gob.pe/es/portal-de-transparencia-economica/297-preguntas-frecuentes/2186-capitulo-i-conceptos-basicos-sobre-el-mercado-de-valores->>

- BVL

Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas Ob. En:
<http://www.bvl.com.pe/descarga/principios_buen_gobierno.pdf>

- BVL

s.f. “Glosario de Términos” En: Bolsa de Valores de Lima. Fecha de consulta 25 de Agosto 2015 <http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html>

- BVL

s.f. “Preguntas frecuentes” En: Bolsa de Valores de Lima. Fecha de consulta 25 de Agosto 2015 <<http://www.bvl.com.pe/eduayuda.html>>

- SMV

Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Instrumentos de Corto Plazo Emitidos por Empresas en el Mercado Alternativo Valores— MAV Ob. En: <http://www.smv.gob.pe/sil/M0025201200025001.pdf>

- **N.A.**
S.F “Oportunidades que brinda el MAV” Obtenido el 15 de setiembre 2015 En:
<http://semanaeconomica.com/viva-la-bolsa/2014/02/19/el-mav-un-mercado-donde-el-ahorrista-gana-mayores-intereses-y-la-mediana-empresa-obtiene-grandes-beneficios/>
- Peñarada, Cesar (2014)
“Es Necesaria una Mayor Promoción del Mercado Alternativo de Valores” En: LA CAMARA MAV: Alternativa para crecer. Año3 n°609. Ed. Luna de Pozao Christina
- Mendiola et al (2014)
“Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú”. Primera Edición. Universidad ESAN
- **N.A.**
S.F “Oportunidades que brinda el MAV” Obtenido el 15 de setiembre 2015 En:
<http://semanaeconomica.com/viva-la-bolsa/2014/02/19/el-mav-un-mercado-donde-el-ahorrista-gana-mayores-intereses-y-la-mediana-empresa-obtiene-grandes-beneficios/>
- PROCAPITALES (2014).
Alcances y desarrollos del Mercado Alternativo de Valores. Obtenido el 14 de Junio del 2014 en http://www.procapitales.org/web/imagenes/revistas/pdf/pdf_383_REVISTA%20CAPITALES%20MAYO%202014.pdf
- Solano, E. (s.f.)
Estructura optima de financiamiento Obtenido el 26 de Mayo 2015 En:
http://www.bnb.com.pe/informacion/Bursen_Estructura_Optima_de_Financiamiento.pdf

- Vizcarra, Jorge y Collantes, Víctor (s.f.)

“Oportunidades de financiamiento para las Pymes: Mercado Alternativo de valores a la luz de su primera experiencia”. Capitales. Pág. 8. Obtenido el 22 de Mayo del 2014 En <http://www.bnb.com.pe/informacion/Mercado_Alternativo_de_Valores_A_la_Luz%20de_su_Primer_Experiencia.pdf>

- Hurtado, Juan Manuel (2014)

“Mercado Alternativo de Valores (MAV): Un financiamiento en las condiciones que la empresa quiere” En: <http://semanaeconomica.com/article/finanzas/141175-mercado-alternativo-de-valores-mav-un-financiamiento-en-las-condiciones-que-tu-quieres/>

- El Peruano

(2012, 29 de junio) Reglamento del Mercado de Valores – MAV. El peruano. P. 469 352 – 469 436. Obtenido el 09 de setiembre del 2014.

- NA (s.f)

Modelo Dupont. Obtenido el 14 de Diciembre del 2016 En: <https://profesionalx.com/tag/modelo-dupont/>

- Lira Paul (2014)

El Modelo Dupont Parte 1 Obtenido el 15 de Diciembre del 2016 En: <http://blogs.gestion.pe/deregresoalobasico/2013/04/el-modelo-dupont-parte-1.html>

Anexo 1

Emisiones de ICP por oferta pública primaria- 2013

Emisor	Emisión	Clasificación de riesgo						Monto Colocado		Plazo	Tasas de colocación		
		APOYO		PCR		CLASS		EQUILIBRIUM	Mill. US\$			Mill. S/.	
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar S.A.	1ra.			p2	bueno					0.50		180 días	6.0000%
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar S.A.	1ra			p2	bueno					0.50		120 días	6.0000%
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar S.A.	1ra.			p2	bueno					0.50		180 días	5.9687%
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar	1ra.			p2	bueno					0.97		180 días	5.9062%
Los Portales S.A.	1er.					CLA 1-	alta -	EQL 2+.pe	buena +		12.00	360 días	5.7851%
Financiera Efectiva	2da.					CLA-1-	alta -	EQL 2+.pe	buena +		3.00	180 días	5.4000%
Financiera Efectiva S.A.	2da					CLA-1	alta	EQL 2+.pe	buena +		3.00	180 días	5.4000%
Tiendas EFE	1era.					CLA-2+	buena +	EQL 2.pe	buena		5.00	180 días	5.3750%
Financiera Efectiva S.A.	2da					CLA-1 -	alta -	EQL 2+.pe	buena +		3.00	180 días	5.3000%
Tiendas Efe	1era.					CLA-2+	buena +	EQL 2.pe	buena		3.00	180 días	5.2187%
Financiera Efectiva	2da.	CLA-1 -	Alta -					EQL 2+.pe	buena +		3.00	180 días	5.2000%
Financiera Efectiva S.A.	2da.					CLA-1 -	alta -	EQL 2+.pe	buena +		3.00	180 días	5.2000%
Tiendas Efe S.A.	1ra.					CLA-2+	buena +	EQL 2.pe	buena		5.00	360 días	5.1250%
Los Portales S.A	1ra					CLA 1-	alta -	EQL 2+.pe	buena +	4.13		360 días	3.5934%
Andino Investment Holding	1era.					CLA-2	buena	EQL2.pe	buena	5.00		180 días	3.5000%
Andino Investment Holding S.A.	1era.	CP-1+(pe)	alta +			CLA-2	buena	EQL2.pe	buena	5.00		180 días	2.9688%
Los Portales S.A	1ra.					CLA 1-	alta -	EQL 2+.pe	buena +	5.41		360 días	2.8939%
Los Portales S.A.	1ra.					CLA 1-	alta -	EQL 2+.pe	buena +	5.00		360 días	2.7947%

Fuente: SMV

Elaboración propia

Anexo 2

Emisiones de ICP por oferta pública primaria- 2014

Emisor	Emisión	Clasificación de riesgo						Monto Colocado		Plazo	Tasas de colocación		
		APOYO		PCR		CLASS		EQUILIBRIUM	Mill. US\$			Mill. S/.	
Edpyme Inversiones La Cruz S.A.	1er.			p1-	Alta					7,000,000.00	180 días	6.4%	
A Jaime Rojas Representaciones Generales S A	1er.			CP2	Buena			EQL2-.pe	Buena	1,000,000.00	360 días	6.2%	
A. Jaime Rojas Representaciones Generales	1er.			CP2	Buena			EQL 2-.pe	Buena	1,000,000.00	180 días	6.0%	
Triton Trading S.A.	1er.			CP2	Buena					500,000.00	180 días	6.0%	
Agrícola y Ganadera Chavin de Huantar S.A	1er.			p2	Buena					500,000.00	240 días	5.9%	
Agrícola y Ganadera Chavin de Huantar S.A	1er.			p2	Buena					500,000.00	270 días	5.9%	
Agrícola y Ganadera Chavin de Huantar S.A	1er.			p2	Buena					500,000.00	210 días	5.9%	
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar S.A.	1er.			p2	Buena					500,000.00	330 días	5.8%	
Triton Trading S.A.	1er.			CP2	Buena					1,000,000.00	180 días	5.6%	
Los Portales S.A.	1er.					CLA 1-	Alta	EQL 2+.pe	Buena		13,000,000.00	360 días	5.3%
A Jaime Rojas Representaciones Grles S A	1er.			CP2	Buena			EQL 2-.pe	Buena	1,000,000.00	360 días	5.3%	
Tritón Trading S.A	1er.			CP2	Buena					500,000.00	180 días	5.3%	
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar S.A.	1er.			p2	Buena					500,000.00	150 días	5.1%	
Medrock Corporation S.A.C	1er.			CP1	Alta	CLA-1-	Alta			1,000,000.00	180 días	3.7%	
Medrock Corporation S.A.C	1er.			CP1		CLA-1	Alta			1,000,000.00	180 días	3.4%	
Los Portales S.A.	1er.					CLA-1-	Alta	EQL 2+.pe	Buena	6,000,000.00	360 días	2.9%	
Los Portales S.A	1er.					CLA 1-	Alta	EQL 2+.pe	Buena	6,000,000.00	180 días	2.8%	
Andino Investment Holding	1er.					CLA-2		EQL2.pe	Buena	5,000,000.00	360 días	2.8%	
Obras de Ingeniería S.A.	1er.	CP-2+	Buena			CLA-1-	Alta			10,000,000.00	360 días	2.7%	
Los Portales S.A	1er.					CLA-1-	Alta	EQL2+.pe	Buena	5,000,000.00	360 días	2.5%	

Fuente: SMV

Elaboración propia



Anexo 3

Emisiones de ICP por oferta pública primaria- 2015

Emisor	Emisión	Clasificación de riesgo								Monto Colocado		Plazo	Tasas de colocación (%)
		APOYO		PCR		CLASS		EQUILIBRIUM		Mill. US\$	Mill. S/.		
Electrovía S.A.C.	1ra.	-		p2	bueno	-		-		-	2,023.00	180 días	8.16
Electrovía S.A.C.	1er.	-		p2	bueno	-		-		-	2,133.00	180 días	7.13
Edpyme Inversiones La Cruz	1ra.	-		p1-	alto -	-		-		-	8,520.00	360 días	6.30
Agrobanco	1ra.	CP-1(pe)	alto	-				EQL-1-.pe	alto -	-	28,547.00	360 días	6.25
Medrock Corporation S.A.C.	3ra.	-		CP1	alto	CLA -1-	alto -	-		-	3,150.00	167 días	6.25
Edpyme Inversiones La Cruz	1ra.	-		P1-	alto -	-		-		-	3,500.00	270 días	6.03
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar	1ra.	-		p2	bueno	-		-		500.00	-	234 días	5.75
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar	1ra.	-		p2	bueno	-		-		500.00	-	240 días	5.50
Triton Rental	2da.	-		CP2	bueno	-		-		2,000.00	-	180 días	5.50
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar	1ra	-		p2	bueno	-		-		424.00	-	270 días	5.35
Banco Ripley	1ra	CP-1-	alto -	-		CLA-1-	alto -	-		-	34,252.00	360 días	5.31
A. Jaime Rojas													
Representaciones Generales	1er	-		CP2	bueno	-		EQL2-	bueno -	1,000.00	-	360 días	5.00
Tekton Corp	1ra.	-		p2-	bueno -	-		-		425.00	-	170 días	5.00
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar	1ra.	-		p2	bueno	-		-		500.00	-	245 días	4.97
Tekton Corp	1ra	-		p2-	bueno -	-		-		543.00	-	270 días	4.90
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	4ta.	CP-1 (pe)	alto	-				EQL1+ (pe)	alto +	-	50,000.00	360 días	4.85
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	4ta	CP-1+(pe)	alto +	-				EQL1+.pe	alto +	-	32,375.00	360 días	4.80
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	3ra	CP-1 (pe)	alto	-				EQL1+(pe)	alto +	0.00	40,115.00	360 días	4.50
Tekton Corp	1ra.	-		p2-	bueno -	-		-		500.00	-	270 días	4.50
Factoring Total	1ra.	CP-2+	bueno +	p1-	alto -	-		-		500.00	-	180 días	3.89
Triton Rental	2da	-		CP2	bueno	-		-		2,000.00	-	180 días	3.75
Los Portales	3ra.	-		-		CLA 1-	alto -	EQL 2+.pe	bueno +	6,000.00	-	360 días	3.56
Obras de Ingeniería	2da.	CP-2+	bueno +	-		CLA-1-	alto -	-		10,000.00	-	360 días	3.50
Los Portales S.A.	3ra.	-		-		CLA 1-	alto -	EQL 2+.pe	bueno +	6,000.00	-	360 días	3.46
Andino Investmen Holding	4ta	-		-		CLA-2+	bueno +	EQL 2+.pe	bueno +	8,014.00	-	360 días	2.97
Medrock Corporation S.A.C.	2da	-		CP1	alto	CLA - 1-	alto -	-		1,000.00	0.00	180 días	2.95
Los Portales	3era	-		-		CLA 1-	alto -	EQL 2+.pe	bueno +	6,000.00	-	360 días	2.93
Andino Investment Holding	3ra	-		-		CLA-2+	bueno +	EQL+.pe	bueno	10,000.00	-	360 días	2.75
Medrock Corporation S.A.C.	2da	-		CP1	alto	CLA - 1-	alto -	-		1,000.00	-	180 días	2.75
Medrock Corporation	2da.	-		CP1	alto	-		-		1,000.00	-	180 días	2.35

Anexo 4

Flujos para cálculo de tasas de costo efectivo para Chavín de Huántar

	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D	Serie E
Monto	\$500,000.0	\$500,000.0	\$500,000.0	974000.00	\$500,000.0
Precio	97.0874%	98.04%	97.10%	97.13%	96.69%

	Serie A		Serie B		Serie C		Serie D		Serie E	
	abr-13	oct-13	may-13	sep-13	ago-13	feb-14	dic-13	jun-14	mar-14	oct-14
Flujos de financiamiento	\$485,437.00	-\$500,000.00	\$490,196.00	-\$500,000.00	\$485,510.50	-\$500,000.00	\$946,061.78	-\$974,000.00	\$483,432.50	-\$500,000.00
Costos de inscripción										
BVL	\$ -93.75		-\$93.75		-\$93.75		-\$182.63		-\$93.75	
Inscripción de valor en registro contable CAVALI	\$ -85.00		\$ -85.00		\$ -85.00		\$ -85.00		\$ -85.00	
Anotación en cuenta del	\$ -0.80		\$ -0.80		\$ -0.80		\$ -0.80		\$ -0.80	
Contribución mensual de emisores a SMV	\$ -52.50		\$ -35.00		\$ -52.50		\$ -102.27		\$ -61.25	
Comisión colocación SAB	\$ -2,250.00		\$ -2,250.00		\$ -2,250.00		\$ -4,383.00		\$ -2,250.00	
	\$482,954.95	\$-500,000.00	\$487,731.45	\$-500,000.00	\$483,028.45	\$-500,000.00	\$941,308.09	\$-974,000.00	\$480,941.70	\$-500,000.00
Tasa efectiva semestral	3.53%		2.52%		3.51%		3.47%		3.96%	
Tasa efectiva anual	7.18%		7.74%		7.15%		7.07%		6.89%	

Anexo 5

Balance General de la Empresa Chavín de Huantar

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
ACTIVOS					
Activo Corriente					
Efectivo	134,543	484,964	249,505	690,725	276,428
Cuentas por cobrar comerciales neto	3,220,094	3,757,899	5,001,930	6,323,589	5,214,500
Otra cuentas por cobrar	328,546	684,343	2,951,957	1,707,765	1,312,780
Otros activos diversos					
Existencias	2,790,397	4,777,114	5,812,207	7,075,258	10,002,992
Gastos pagados por anticipado	1,478,506	880,400	101,517	100,775	50,550
Activos biológico corrientes	5,219,127	651,210			
Cargas diferidas	847,536	1,152,142			
Anticipo a proveedores					
Total Activos Corrientes	14,018,749	12,388,072	14,117,116	15,898,112	16,857,250
Cuentas por cobrar vinculadas	1,374,078	1,762,735	2,440,204	2,485,775	-
Activos Biológicos	34,184,201	32,665,297	21,041,536	23,206,807	24,828,251
Arrendamiento financiero Neto	0	0	0	0	0
Propiedad, planta, equipo neto	24,896,709	25,453,411	30,960,870	31,331,091	47,227,307
Activos Intangibles neto	15,319	13,021	60,029	8,427	6,127
Total Activo No corriente	60,470,307	59,894,464	54,502,639	57,032,100	72,061,685
Total Activo	74,489,056	72,282,536	68,619,755	72,930,212	88,918,935
PASIVOS Y PATRIMONIO NETO					
Obligaciones financieras	4,004,492	6,372,705	18,470,945	13,042,473	11,402,870
Cuentas por pagar comerciales	4,363,277	3,700,074	5,058,502	5,827,054	6,822,088
Anticipo de clientes	2,025,749	2,987,436	0	0	
Tributos por pagar	138,454	677,805			
Remuneraciones y participaciones por pagar	285,151	416,985			
Cuentas por pagar diversas	138,443	666,881	2,446,812	5,873,143	4,754,125
Obligaciones financieras a largo plazo	331,734	125,462	0	0	
Ingreso diferido			326,189	0	
Otras cuentas por pagar				2,010,517	2,457,662
Total Pasivos Corrientes	11,287,300	14,947,348	26,302,448	26,753,187	25,436,745

Impuesto a la renta diferido	7,989,824	7,762,329	5,276,266	5,474,458	7,454,807
Obligaciones financieras a largo plazo	11,315,482	11,052,282	8,506,490	10,847,961	13,958,552
Otras cuentas por pagar largo plazo			786,528	1,884,702	1,944,936
Total Pasivos no Corrientes	19,305,306	18,814,611	14,569,284	18,207,121	23,358,295
Total Pasivo	30,592,606	33,761,959	40,871,732	44,960,308	48,795,040
PATRIMONIO NETO					
Capital Social	4,789,600	15,378,460	5,520,556	5,520,556	7,707,197
Reserva legal	957,920	957,920	1,104,031	1,104,031	1,104,031
Excedente de revaluación	10,588,860	0	9,966,617	9,966,617	19,991,315
Resultados acumulados	27,560,070	22,184,197	11,156,819	11,378,700	11,321,352
Total patrimonio neto	43,896,450	38,520,577	27,748,023	27,969,904	40,123,895
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	74,489,056	72,282,536	68,619,755	72,930,212	88,918,935



Anexo 6

Estado de Resultados de la Empresa Chavín de Huantar

ESTADO DE RESULTADOS					
	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
INGRESOS OPERACIONALES					
Ventas Netas	32,669,366	32,787,863	32,980,201	34,807,960	38,380,872
Total Ingresos Brutos	32,669,366	32,787,863	32,980,201	34,807,960	38,380,872
	-	-	-	-	-
Costo de Ventas Operacionales	26,599,312	24,197,088	23,734,934	26,736,682	27,250,120
Desembolsos relacionados con el mantenimiento de tierras valor neto razonable	2,493,778	-3,667,321			
	-	-	-	-	-
Total Costo de Ventas	24,105,534	27,864,409	23,734,934	26,736,682	27,250,120
Margen Bruto	8,563,832	4,923,454	9,245,267	8,071,278	11,130,752
Ingresos Drawback				1,440,011	827,404
Gastos de venta	-2,556,516	-2,650,559	-3,914,137	-3,395,394	-3,026,633
Gastos de administración	-2,378,174	-2,391,447	-3,479,911	-2,972,591	-2,924,322
Otros ingresos	2,382,772	1,858,209	1,563,643	39,435	
Activos biológicos			1,662,584	2,165,271	1,621,444
Restitución de derechos arancelarios		0			
Otros egresos	-1,221,293	0			
Resultado de Operación	4,790,621	1,739,657	5,077,446	5,348,010	7,628,645
Ingresos financieros	683,149	3,086,205	3,117,525	2,026,529	2,213,965
Gastos financieros	-1,994,275	-4,597,173	-7,467,421	-6,738,966	-9,452,663
Resultado antes de participación e impuestos	3,479,495	228,689	727,550	635,573	389,947
Impuesto a la renta	-380,633	-1,016,944	2,368	-475,450	-447,295
Utilidad neta del ejercicio	3,098,862	-788,255	729,918	160,123	-57,348

Anexo 7

Balance General de la Empresa A. Jaime Rojas Representaciones

BALANCE GENERAL			
	dic-13	dic-14	dic-15
ACTIVOS			
Activos Corrientes			
Efectivo y equivalente a efectivo	14,141,740	11,929,035	6,329,842
Cuentas por cobrar comerciales	9,514,204	12,018,308	28,794,530
Cuentas por cobrar comerciales a partes relacionadas	1,171,619	2,408,617	1,839,098
Otras cuentas por cobrar	5,636,387	2,900,412	3,645,467
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas	14,092	3,691,457	5,437,549
Inventarios	21,373,716	25,065,814	24,989,509
Gastos contratados por anticipado	836	413,553	163,505
Total Activo Corriente	51,852,594	58,427,196	71,199,500
Activos No Corrientes			
Inversiones financieras	-	-	-
Inversiones mobiliarias	11,926,140	225,760	835,811
propiedad, planta y equipo neto	8,488,125	16,497,976	12,310,015
Intangible	66,788	46,975	-
Impuesto a la renta diferido	202,001	-	-
Propiedades de inversión	-	4,445,887	12,410,600
Total Activo No corriente	20,683,054	21,216,598	25,556,426
Total Activo	72,535,648	79,643,794	96,755,926
PASIVOS Y PATRIMONIO NETO			
Sobregiros bancarios	35914	27726	-
Pasivos Corrientes			
Obligaciones financieras	4437248	10149913	7541926
Cuentas por pagar comerciales	7,647,417	7,106,516	8,644,671
Cuentas por pagar relacionadas	-	251,817	115,185
Anticipó de clientes	-	22,405,215	31,601,019
Otras cuentas por pagar	22,693,041	1,866,830	5,965,572
Obligaciones financieras a corto plazo	758,184	-	-
Ingresos diferidos	-	47,717	5,527
Total pasivo corriente	35,571,804	41,855,734	53,873,900
Pasivos No Corrientes			
Obligaciones financieras a largo plazo	1,189,670	488,303	2,374,975
Ganancias diferidas	165,188	-	-
Impuesto a la renta diferido	4,889,221	4,764,396	5,329,353

Total Pasivos no Corrientes	41,815,883	47,108,433	61,578,228
Total Pasivo	77,387,687	88,964,167	115,452,128
PATRIMONIO NETO			
Capital Social	16,047,040	16,047,040	16,047,040
Capital adicional	890,060	1,191,950	1,516,847
Reserva legal	1,911,141	2,127,821	2,353,140
Resultados acumulados	11,871,524	13,168,549	15,260,671
Total patrimonio	30,719,765	32,535,360	35,177,698
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	72,535,648	79,643,793	96,755,926



Anexo 8

Estado de Resultados de la Empresa A. Jaime Rojas Representaciones

ESTADO DE RESULTADOS			
	dic-13	dic-14	dic-15
Ventas netas	35,726,679	32,721,541	37,657,018
Prestación de servicios	436,083		0
	36,162,762	32,721,541	37,657,018
Costo de ventas	-21,194,555	-19,789,449	-20,722,365
Costo de servicios	-2,219,351		
Utilidad Bruta	12,748,856	12,932,092	16,934,653
Gastos de administración	-4,226,609	-5,223,222	-4,761,838
Gastos de venta	-3,593,729	-3,111,999	-4,478,154
Otros ingresos diferidos	821,545	890,198	1,314,930
Otros gastos		-2,266,835	-3,655,517
Utilidad Operativas	5,750,063	3,220,234	5,354,074
Ingresos financieros	1,348,584	607,091	286,075
Gastos financieros	-2,794,270	-793,967	-996,894
Diferencia de cambio neta		-531,902	-1,046,189
Resultados antes de impuestos a la renta	4,304,377	2,501,456	3,597,066
Impuesto la renta			
Corriente	-1,165,657	-757,182	-1,322,160
Diferido	-225,224		
Utilidad neta	2,913,496	1,744,274	2,274,906

Anexo 9

Balance General de la Empresa Tritón Trading

BALANCE GENERAL				
	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
ACTIVOS				
Activos Corrientes				
Efectivo y equivalente a efectivo	2,080	4,198	3,126	1,784
Cuentas por cobrar comerciales	10,178	6,036	13,435	14,627
Cuentas por cobrar comerciales a partes relacionadas	18,067	16,153	0	
Otras cuentas por cobrar	2,120	1,155	0	
Inventarios	16,905	18,095	16,698	16,510
gastos contratados por anticipado	374	96	0	0
Otros activo no financieros			3,256	2,267
Activos no corrientes en su disposición mantenidos para la venta	0	0	2,900	2,781
Total Activo Corriente	49,724	45,733	39,415	37,969
Inversiones financieras	7212	7,210	0	
propiedad, planta y equipo neto	21,616	22,428	50,397	45,356
Intangible	238	310	249	190
Impuesto a la renta diferido	62	226	0	0
Propiedades de inversión	2,680	5,502	6,134	7,475
Total Activo No corriente	31,808	35,676	56,780	53,021
Total Activo	81,532	81,409	96,195	90,990
PASIVOS Y PATRIMONIO NETO				
Cuentas por pagar comerciales	20626	15638	17786	20224
Cuentas por pagar relacionadas	3264	341		
Otras cuentas por pagar	6532	8747	1701	636
Obligaciones financieras a corto plazo	14,798	17,929	36,134	40,569
Provisión por beneficio de empleados	-	-	1,409	897
Total pasivo corriente	45,220	42,655	57,030	62,326
Obligaciones financieras a largo plazo	11,139	7,622	12,312	4,275
Ganancias diferidas	6,122	4,847	2,338	1,063
Cuentas por pagar comerciales	-	-	63	672
Impuesto a la renta diferido	3,665	4,473	1,083	1,345
Total Pasivos no Corrientes	20,926	16,942	15,796	7,355

Total pasivo	66,146	59,597	72,826	69,681
PATRIMONIO NETO				
Capital	14,020	14,020	18,370	18,370
Capital adicional	63	63	-	550
Reserva legal	770	770	3,167	3,167
Superávit de revaluación	-	5,173	-	
Resultados acumulados	533	1,786	1,832	-778
Total patrimonio	15,386	21,812	23,369	21309
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	81,532	81,409	96,195	90,990



Anexo 10

Estado de Resultados de la Empresa Tritón Trading

ESTADO DE RESULTADOS				
	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Ventas netas	52535	67056	97071	67156
Prestación de servicios	14,740	23,985		
Costo de ventas y servicios	-59,601	-70,435	-74,490	-48,483
Utilidad Bruta	7,674	20,606	22,581	18,673
Gastos de administración	-3,591	-6,975	-7,509	-8,253
Gastos de venta	-5,742	-5,912	-7,711	-5,700
Otros ingresos diferidos	6,753	2,977	1,603	3,236
Otros gastos	-6,863	-678		
Utilidad Operativas	-1,769	10,018	8,964	7,956
Ingresos financieros	80	10	150	
Gastos financieros	-1,538	-2,031	-2,853	-2,830
Diferencia de cambio neta	1,807	-2,434	-2,250	-6,283
Resultado por participación en asociadas	352	172		
Resultados antes de impuestos a la renta	-1,068	5,735	4,011	-1,157
Impuesto la renta	-360	-674	1,492	363
Utilidad neta	-1,428	5,061	5,503	-794

Anexo 11

Balance General de la Empresa Medrock Corporation

BALANCE GENERAL			
	dic-13	dic-14	dic-15
Activos			
Activos Corrientes			
Efectivo y equivalente a efectivo	2,404,368	2,949,470	4,950,320
Cuentas por cobrar comerciales	15,246,297	13,617,370	16,026,170
Cuentas por cobrar comerciales a partes relacionadas	6,115,886	11,035,728	14,835,683
Otras cuentas por cobrar	641,510	2,073,095	2,338,680
Inventarios	15,346,658	14,959,606	17,502,440
gastos contratados por anticipado	-	801,064	2,516,459
Activos no corrientes en su disposición mantenidos para la venta			
Total Activo Corriente	39,754,719	45,436,333	58,169,752
Inversiones financieras			
propiedad, planta y equipo neto	69345852	78,991,509	100,506,836
Intangible	1,339,424	2,102,249	2,155,566
Impuesto a la renta diferido		1,377,027	1,884,238
Propiedades de inversión			
Total Activo	110,439,995	127,907,118	162,716,392
PASIVOS Y PATRIMONIO NETO			
Cuentas por pagar comerciales	5,539,279	2,333,817	3,890,446
Cuentas por pagar relacionadas	22130	-	
Otras cuentas por pagar	2732835	2206671	2324956
Obligaciones financieras a corto plazo	33403033	35654263	42050447
Letras en descuento		5,861,818	9,617,086
Total pasivo corriente	41,697,277	46,056,569	57,882,935
Instrumentos financieros derivados	580,729	1,005,003	1,766,104
Obligaciones financieras a largo plazo	8,233,547	6,253,080	12,542,353
Otras cuentas por pagar	2,710,253	4,654,796	1,511,973
Cuentas por pagar comerciales		2,408,698	2,744,936
Impuesto a la renta diferido	12,027,346	14,358,538	13,558,515
Total pasivo	65,249,152	74,736,684	90,006,816
Capital	26,000,000	26,000,000	26,000,000

Excedente de revaluación	15,634,685	26,739,475	36,192,567
Reserva legal	174,144	531,912	531,912
Resultados acumulados	3,382,014	-100,953	9,985,097
Total patrimonio	45,190,843	53,170,434	72,709,576
Total pasivo y patrimonio	110,439,995	127,907,118	162,716,392



Anexo 12

Estado de Resultados de la Empresa Medrock Corporation

ESTADO DE RESULTADOS			
	dic-13	dic-14	dic-15
Ventas netas	38,515,003	36,728,168	44,610,745
	-	-	-
Costo de ventas y servicios	26,884,074	24,910,805	25,244,081
Utilidad Bruta	11,630,929	11,817,363	19,366,664
Gastos de administración	-4,150,493	-4,799,496	-6,884,666
Gastos de venta	-2,673,589	-3,281,293	-5,272,446
Otros ingresos diferidos	667,536	1,640,859	788,302
Otros gastos	-422,332	-425,380	-569,445
Utilidad Operativas	5,052,051	4,952,053	7,428,409
Ingresos financieros	472,566	953,740	1,397,301
Gastos financieros	-2,888,185	-3,543,544	-4,689,866
Diferencia de cambio neta	-1,761,765	-1,908,818	-2,970,861
Resultado por participación en asociadas			
Resultados antes de impuestos a la renta	874,667	453,431	1,164,983
			-516,844
Impuesto la renta	-504,176	-618,289	2,693
Otros resultados integrales		11,104,790	10,086,617
Utilidad neta	370,491	10,939,932	10,737,449

Anexo 13

Balance General de la Empresa Inversiones la Cruz

BALANCE GENERAL			
	dic-13	dic-14	ene-15
ACTIVOS			
Activo Corriente			
Efectivo	2,265	3,614	4,631
Depósitos en bancos del país y exterior	1,545	6,625	9,123
Fondos sujetos restricción	7,337	1,024	369
Rendimientos devengados disponibles	7	23	0
Cartera de créditos neto	67,854	80,292	81,011
Bienes recibidos en pagos y adjudicados	3,081	2,184	4,485
Inmuebles, inmobiliario y equipo	11,738	13,335	14,269
Intangibles neto	452	996	902
Cuentas por cobrar y otros activos	3,591	7,544	3,635
Activo diferido por impuesto a la renta	1136	1,469	2,402
Impuestos corrientes			
Otros activos			
Total Activo	99,006	117,106	120,827
PASIVOS Y PATRIMONIO NETO			
Obligaciones con el público	176	217	234
Adeudos y obligaciones financiera	47,576	46,947	46,008
Valores, títulos y obligaciones en circulación		6,785	
Cuentas por pagar	2817	3449	5479
Provisiones, impuestos corrientes y otros pasivos	1162	108	39
Total Pasivo	51731	57506	51760
PATRIMONIO NETO			
Capital Social	35,442	45,538	56,630
Reserva legal	615	1,737	2,970
resultados acumulados	11,218	12,325	9,466
Resultados del ejercicio			
Total patrimonio neto	47,275	59,600	69,066
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	99,006	117,106	120,826
Cuentas en orden	119,678	149,247	

Anexo 14

Estado de Resultados de la Empresa Inversiones la Cruz

ESTADO DE RESULTADOS			
	dic-13	dic-14	jun-15
INGRESOS OPERACIONALES			
Ingresos financieros	72,153	83,379	94,433
gastos financieros	-4,622	-5,065	-4,187
Margen financiero bruto	67,531	78,314	90,246
Provisión para créditos de cobranza dudosa, neto de recuperó	-3,038	-1,722	-1,985
Margen financiero neto	64,493	76,592	88,261
Ingresos por servicios financieros	816	1,038	1,134
Gastos por servicios financieros	-78	-177	-120
Utilidad por diferencia de cambio, neta	183	126	424
Margen operacional bruto	65,414	77,579	89,699
Gastos por personal y directorio	-21,516	-27,256	-30,182
Gastos por servicios recibidos a terceros	-22,664	-26,106	-36,452
Impuestos y contribuciones	-391	-323	-432
Depreciación de inmuebles, maquinaria y equipo	-1,502	-2,042	-2,446
Amortización de intangibles	-145	-235	-377
Resultado de Operación	19,196	21,617	19,810
Provisión para bienes realizables	-748	0	-1,314
Resultado de operación	18,448	21,617	18,496
Otros gastos neto	-2,161	-4,134	-4,771
Resultado antes de participación e impuestos	16,287	17,483	13,725
Impuesto a la renta	-5,069	-5,158	-4,259
Utilidad neta del ejercicio	11,218	12,325	9,466